

ZIBEN WUMIAN NI KEMIAN

资本无眠 你可眠

吴玉祥／著

／心中有月亮，也爱六便士／
／搞定六便士，逐岁月静好／

VISIT…

LANZAROTE Caliente.COM

版权信息

书名：资本无眠你可眠

作者：吴玉祥

前言

在大多数人看来，股票投资是和赌博画等号的，认为股票就是零和游戏，甚至负和游戏。因为有太多的人在上面受过伤，致使太多的人对股票嗤之以鼻或谈之色变。之所以这么个现状，恐怕是因为大多数人还是在用鬼画符般的巫术来炒股，或者是听信于市场上的“狐朋狗友”的报喜不报忧，幸存者偏差，或是“屁股决定脑袋”的“理财师”，仅为一己之利，不顾投资者的利益，鼓吹最热时的高点买入和频繁交易是最好的方法，结果被割了韭菜。有句老话说：好事不出门，坏事传千里。但在股市这里就得改改，应该是：坏事不出门，好事传千里。闪光点永远是被大部分人所瞩目的，而所有的苦，自己因为面子，那是不惜打碎了牙往肚子里咽啊，所谓沉默的大多数便是如此。只可惜太多的人喜欢吃这套了，于是盲目跟风，最终害的也是自己。市场上投机者还是大部分的，如此，股票怎么可能不臭名昭著？

我们会告诉大家用正确的思想看待股票，从起源来认识其本质，其实投资股票和投资生意没什么区别，做生意的人风光无限，做股票为什么却臭名昭著？从了解投机和投资开始，明白它们的异同点，细述投机和投资的百年历史，以史为鉴，拆解分析，理解它们的本质，从而一步步带我们走向维持长赢的秘诀。物质决定意识，股票背后是实业，锚定优质企业，用实业托底，才能带来高收益，实业是物质，物质是认识的来源，而投机无非是错把意识当成本源的东西，如此，你还要投机吗？用正确的方法、理念来看待，股票投资其实不会亏损的，它不是零和游戏更不是赌博，它是正和游戏。就像是金钱，金钱本没有错，错在使用它的人。认清正道，安心定心于我们投资者。

投资三性是我们投资前必须要合理平衡的，我们要明白它们三者是不能同时兼得的，必须要有一个舍弃的，其中安全性是首要看重的。投资回报率超出企业利润增速很多的部分，毫无疑问是不符合客观规律的。没有强大的承受波动的心理能力，就不配拥有高收益，没有长期投资的耐心，就不配拥有超额收益。

我们还会了解到投资前的基础知识和投资前提需要的各种理念，了解各式各样的资产，及他们的历史收益情况。由此，明确当下，我们应该更适合投资什么类型的资产？投资前，我们要明白什么是资产，资产就是可以给投资者带来被动收益的东西，资产是富人维持富有和变得更富有的关键。其中股票类资产和人力资产都是有效的可以抗通胀的资产。慢慢深入明白，什么资产对我们才是最好、最稳的。资产的投资回报率我们是可以通过一定的方法，有效地一眼看胖瘦的，这样我们才能做到心中有数，做到身处闹市而心静、目无全牛、沧海横流，这样才能方显英雄本色。

提前退休，想必是很多人梦寐以求的事，但同时很多人认为这是一个可望而不可即的事。很多人既想过财务自由的生活，又想过体面一点的生活，甚至认为过体面的生活才称得上真正的财务自由，由此，出现了网上热议的观点：在一线城市1000万打底才能财务自由。有这种观点，那财务自由就很难实现了，因为人的欲望是无限的。既想活在别人眼中的体面，又想要财务自由，那恐怕，消费水平每年增长速度都要超过通货膨胀率了，那不但会适得其反，达不到财务自由，反而人也活得越来越累了。“天下英雄，入吾彀中矣！”（《唐摭言》）说的是唐太宗某次私自视察御史府，看到许多新科进士列队而出，便高兴地说：“天下的有为之士，都进入了我的圈套！”唐太宗这句话其实很有先见之明，洞悉科举考试的弊病。过于看重希望，让有为之士为其一生追求而一生辛劳。给有为之士希望，一定程度上消除了社会不安定因素。自古是这样，现如今又何尝不是如此呢？考试、学历、房子、教育、医疗、升官，都争先恐后去拼命，于是内卷化，每个人都在拼命，每个人都累得半死，但没有人活的快乐，到头来失去了青春，失去了生活。劝君莫惜金缕衣，劝君惜取少年时。花开堪折直须折，莫待无花空折枝。以色列著名历史学家赫拉利在《人类简史》中提出过一个观点，“快乐空调系统”，就是说不管人的欲望有多少实现了，快乐值也只会维持在一个范围，维持不热也不冷的状态，快乐只是稍纵即逝的，维持“常温”才是长久的。欲望的简单相加不会

增添一丝一毫的快乐，内卷也不会给社会的总体快乐值带来一丢丢的提升。

安全性始终排在投资的第一位，那是不是把钱放在银行理财就好了？表面上看是守住了本金，但其实收益率跑不过通货膨胀，实际资产在贬值缩水。实际上，只要是在自己投资能力圈范围内去做，也是安全性。做到胸有成竹，有足够的能力圈，并在能力圈下留足够的安全边际，这也是安全性放在第一位的一种方式。有了能力圈，留了安全边际，然后再追求流动性和收益性，这才是投资正确的打开方式。所以，既要安全性，又要收益性，那就提高能力圈吧。

不断虚心以史为镜、以史为鉴，回顾历史上的著名危机，了解人性是有多么的疯狂，又有多少大师栽在了一次次的危机中，大师又是怎样在危机中改正错误，一步步走向进步的。这其中有很多久经沙场的大师跌倒了就再也爬不起来了，到底是什么原因？始终保持谦虚谨慎的精神，不断学习，不断精进，才能够让自己少犯错误，才能在股市走得长远，才能历经股市多次危机依旧闲庭信步、华庭安睡，这就是投资的胜利者。

第一章 投资定心丸

市场上投机者还是大部分的，之所以这么个现状，恐怕是因为大多数人还是在用鬼画符般的巫术来炒股，什么kdj指标，什么macd指标，k线图形什么的，这些不过是依葫芦画瓢，没有任何意义的，不但没赚到钱，到头来还弄得精神疲惫，影响身心健康。为此股票臭名昭著也就不奇了，我为此对股票感到不值。本章的主要作用就是告诉大家用正确的思想看待股票，从起源来认识其本质，其实投资股票和投资生意没什么区别，凭啥做生意的人风光无限，做股票却臭名昭著呢？如果用正确的方法、理念来看待，其实不会亏损的，它不是零和游戏更不是赌博，它是正和游戏，就像是金钱，金钱本没有错，错在使用它的人。细述投机和投资的百年历史，以史为鉴，看看什么才是正道。认清正道，安心定心于我们投资者。我们不仅要投资，而且能认识到，投资其实是可以做好的。

第一节 股票深似海吗?

01 从开始的地方追溯本质

说起股票起源，我们就要先回到大航海时代。那个时候海上贸易兴起，全世界的资源开始流转。此方盛产的东西，到了彼方就变成稀缺品，所以欧洲人乐此不疲地进行着“海上搬运工”的工作。

但是那个时候海上贸易并不安全，恶劣天气、航海迷路、疾病、海盗等不确定因素数不胜数，虽然一次出海贸易能带来庞大的利润，但是也可能出去就回不来，落得血本无归。而且一个人的力量有限，一个人一艘船的能力极其有限，要多一些船才赚到更多，但是这样外出海上贸易需要巨大的成本，于是商人们就想出了一个办法，即入股共利。比如每艘船的货物都能达到20倍的利润，那么一队有10艘船，大家每人出一艘船和货物。

船队全部到达目的地后能赚上200倍利润，那么如果中途损失了5艘船，大家就一起共得剩下货物所得的100倍利润。如果只剩下一艘船，大家也能共得20倍的利润。这样共同享利，还能共抗风险的行为，就是入“股”，而随着后期的演变，入股的多少直接意味着得到的多少。

比如总共10艘船，总投资100万，有10个股东参股，每个人投资10万元，那么每个人拥有的股权就是10%。

因为出海一趟漂洋过海需要的时间非常长，有时甚至要好几年，有些股东家里碰到突发事件，急需用钱，他就会把他在船队拥有的股份转让给别人，如果很多人看好这支船队的盈利前景，有可能很多人想买这10%的股份，那么需求多，供应少，有可能原来的股东会溢价出售，原来10万元的股份可能会卖到11万甚至15万元。

反之，如果大家都不看好这支船队的盈利前景，可能原股东股份要降价出售，10万的股份要6～8万才有人买。久而久之，就形成了股票市场，方便大家买入或卖出股份。

世界上最早的股份有限公司制度诞生于1602年在荷兰成立的东印度公司。当时，西方冒险家发现了新大陆，海外贸易和殖民地掠夺迅速成了暴富捷径。但是，组建远洋船队需要巨额的资金，而凶吉未卜的远航更是充满了危险。为了筹集远航的资本和分摊经营风险，就出现了股份集资的方法，于是，最早的股票于16世纪诞生了。

股份公司这种企业组织形态出现以后，很快为资本主义国家广泛利用，成为资本主义国家企业组织的重要形式之一。伴随着股份公司的诞生和发展，以股票形式集资入股的方式也得到发展，并且产生了买卖交易转让股票的需求。这样，就带动了股票市场的出现和形成，并促使股票市场完善和发展。1611年东印度公司的股东们在阿姆斯特丹股票交易所就进行着股票交易，并且后来有了专门的经纪人撮合交易。阿姆斯特丹股票交易所形成了世界上第一个股票市场，现股份有限公司已经成为最基本的企业组织形式之一；股票已经成为大企业筹资的重要渠道和方式，亦是投资者投资的基本选择方式；股票市场（包括股票的发行和交易）与债券市场成为证券市场的重要基本内容。

以上就是介绍的股票以及股票历史的基本情况，从这样的发展历程，我们能够看到，股票本身是为了适应企业的发展而出现的，是一种企业的组合形式，所有参与企业的人，能够获得相应的经营成果，这就是股票的本质，其实就是持有股票的人就是股东。

发展到今天，股票投资的方法就大致分为两大类，一类是关注点在船队（公司）本身，经过各种分析，认为公司盈利前景不错，而且能够每年保持一定的业绩增长，并判断目前公司的股价处于低估状态，然后才选择买入，买入后公司如果业绩按照预计的那样增长就长期持有；如果公司业绩出现变差才选择卖出，这称为“价值投资”。

另一类投资者是不大关心公司盈利前景，关注点在于公司股票价格的涨跌情况，根据最近一段时间公司股票涨跌情况来预计接下来一段时间公司股价是上涨还是下跌，买入股票的目的是股价上涨，然后卖出获利，不在乎股票估值是否合理。其中又有趋势投资派、打板派、炒概念，等等，我们日常生活中说的“炒股”其实就是如此。

由此涨跌显然与K线没有什么关系，也不需要你去分析每天的成交情况，这些都是后来才出现的所谓分析方法，当然这是分析价格走势的方法，而不是分析企业经营发展变化的方法，是纯粹的只看价格而不看企业，但我们从股票的起源可以清楚地知道，只有企业经营得好，投资者才有回报，否则投资者就会血本无归，显然用现在的认识就是只有经营得好，股票价格才会上涨，如果经营得不好，那么股价也没有办法上涨。

从股票起源来看，显然是公司的经营情况决定了股价，那么这一点，一直到现在也没有改变，改变的只是股票的交易方式、价格记录方式，以前是纸质股票，人式交易，现在是电脑交易，统一由结算机构记录，其他的什么也没有改变，如果你了解了这些，你还打算去做技术分析吗？还认为技术分析能够判断未来股票价格的走势吗？

02 因为他，从巫术到科学

本杰明·格雷厄姆，犹太人，巴菲特的老师，现代证券投资之父。1894年5月9日出生于英国伦敦。在格雷厄姆一岁时，伴随着美国的淘金热潮，他们举家迁往纽约。其父亲开了一家进出口贸易公司，凭借着犹太人的智慧与勤奋，公司生意蒸蒸日上。

和当初在英国伦敦相比，格雷厄姆的家庭生活殷实美满。有一个女佣、一名厨子和一个法国女管家，并且住在第五大道北区。

然而，天有不测风云，1903年格雷厄姆的父亲于不幸去世。那一年，格雷厄姆只有9岁……

没有了依靠，格雷厄姆的家庭逐渐陷入困顿。你可以想象一个寡妇带着一个没爹的小朋友生活是多么艰难。

但这只是噩梦的开始。

1907年，美国股市一路暴涨，众多投资者前仆后继涌入股市。这其中，便包括格雷厄姆的母亲。

或许是受够了这几年的贫困生活，为了筹钱在股市大赚一把，格雷厄姆的母亲把自己家变成了廉价的寄宿公寓，然后借钱进行股票的“保证金”交易。

但格妈妈却不知道，这种近乎疯狂的加杠杆下是无尽的万丈深渊。

1907年10月，美国爆发金融危机，短短一个月，美股暴跌50%。

格雷厄姆的母亲也未能幸免于难，把钱赔了个精光，这让孤儿寡母本不富裕的生活雪上加霜。

由于无力还贷，格雷厄姆的母亲被列入银行“征信黑名单”。也正因为此，每当他母亲兑付支票时，银行出纳员会讥讽地问道：“多萝西·格罗斯鲍（格雷厄姆的妈妈）的信用值5美元吗？”这一切，小格雷厄姆都看在眼里。

家道的败落、贫困的煎熬、旁人的冷眼，这一幕幕在年幼的小格雷厄姆的心中留下了难以磨灭的印象。小小的格雷厄姆在这般年纪便承受着他本不该承受的压力。而牛熊转换间，母亲作为“韭菜”将仅存的积蓄一亏而光的疯狂举动，更是如同一枚印记，深深刻在了小格雷厄姆心中。

“三十年河东，三十年河西，莫欺少年穷！”格雷厄姆在心中暗暗下定决心，将来势必要出人头地。

此后格雷厄姆发愤图强，两耳不闻窗外事，一心只读圣贤书。

在读书期间，格雷厄姆对数学表现出非同寻常的喜爱。他在数学中展现出的严谨的逻辑和理性的思维，令其老师都感到颇为惊叹。而些品质，永远是金融市场最为欠缺的。

谁又曾想，这简单的爱好和习惯却对格雷厄姆乃至整个投资界产生了颇为深远的影响。

从布鲁克林中学毕业后，格雷厄姆获得了哥伦比亚大学的奖学金。进入哥伦比亚大学继续深造。在哥伦比亚大学求学期间，格雷厄姆勤工俭学，以打工来维持生活和缴纳不菲的学费。对于这来之不易的学习机会，格雷厄姆也是非常珍惜。在一批优秀导师的指导下，更深地把头埋进书本和学问当中，从知识中不断吸取营养。1914年，格雷厄姆以荣誉毕业生和全班第二名的成绩从哥伦比亚大学毕业。

在他念书的最后一个学期，哥伦比亚大学有三个系（英语系、哲学系和数学系）邀请他担任教职。当时，他只有20岁。为了改善家庭

的经济状况，格雷厄姆他放弃了留校任教的机会，在卡贝尔校长的推荐进入跌宕起伏的华尔街，开始了他极具传奇色彩的投资生活。

格雷厄姆的投资生涯始于一家名为纽伯格·亨德森·劳伯证券公司。

因工作能力出色，在不到三个月的时间里，他就被升职为研究报告撰写人。

当时，人们习惯以道氏理论和道·琼斯指数来分析股市行情，而对单一股票、证券的分析尚停留在较为原始、粗糙的阶段。格雷厄姆是那个年代极少数的通过分析一家公司的基本面，去读它的资产负债表，然后真正去研究这些公司，去做投资决定的一个人。

优秀的文采加上严谨的科学思维，配合科学的分析方法，格雷厄姆研究报告独步于华尔街。而华尔街证券分析之道，也因格雷厄姆的加入逐渐从“农耕时代”进入“工业时代”。

正如约翰·S·戈登在其著作《伟大的博弈》中描绘的那样：格雷厄姆的出现使投资从巫术变成了一门科学，因为之前华尔街的股票分析都是鬼画符，格雷厄姆把眼光转向公司资产分析。

在先进的证券分析框架的支撑下，格雷厄姆在投资领域大放异彩。

一个最为经典的案例就是帮助公司投资哥报海姆公司。1915年9月，他通过搜集哥报海姆公司的资料，发现这家公司有大量不为人知的隐蔽性资产。于是建议大量买入该股票。仅一年半时间，这次投资的回报率高达18.53%，纽伯格—享德森—劳伯公司从这笔买卖中赚取了数十万美元的利润。此次“战役”过后，格雷厄姆名声逐渐在华尔街打响，大家都知道有个能通过分析财报赚钱的年轻人。而格雷厄姆的投资框架和价值投资理念也从这时开始逐渐成形。

因能力出众，短短6年，格雷厄姆就成为纽伯格·亨德森·劳伯公司的合伙人。在担任合伙人期间，他很快地学到了整个公司如何运营，羽翼日益丰满。

1929年10月，华尔街迎来人类历史上最为惨烈的股灾。股市一路暴跌，从1929年10月开始的股灾到1932年经济大萧条的谷底，道琼斯指数共下挫了90%。

倾巢之下，安有完卵。1929—1932年，短短4年时间，格雷厄姆公司账户损超过70%。公司账户里的钱的250万亏损至55万。

因为使用了财务杠杆，巨额借款使得格雷厄姆的处境更加雪上加霜……

股灾之后，几乎破产的格雷厄姆被迫削减庞大的家庭开支，退了豪宅、辞退了仆人，就连当初给母亲买的汽车也被卖掉。

童年的悲剧（股市大亏）再一次上演，只不过格雷厄姆自己都没想到，这一次的主角却由母亲变成了自己。

这次股灾对格雷厄姆的投资理念产生了深刻影响，安全边际这一思想逐渐成为格雷厄姆日后投资理念的重要基石。

股灾爆发后，为了保持收入，格雷厄姆同意了哥伦比亚大学的邀请，一边兼职投资教授，一边继续做投资。

这期间，格雷厄姆不断反思自己的投资理念的投资框架，经过归纳汇总，写成了一本书，《证券分析》。

没想到，这本书一经推出，就好评如潮，迅速登上了畅销书排行榜，成为顶级畅销书。书中价值投资的理念、科学的分析方法、系统的投资框架在当时的投资界如同一颗重磅炸弹，掀起了惊涛骇浪。

而这本书的大卖也为格雷厄姆日后摆脱困境、东山再起提供了源源不断的资金来源。

随着时间的流逝，这本书经历一轮又一轮的市场检验，历久弥新，逐渐成为投资界公认的圣经。为了更加通俗地传达自己的价值投资理念，格雷厄姆在1949年出版了一本证券分析的“通俗版”，这本书就是后来名震投资界的另一本投资巨著——《聪明的投资者》。年轻的巴菲特读到杰明·格雷厄姆的《聪明的投资者》一书后，颇为震撼，当即选修了格雷厄姆在哥伦比亚大学的课程。

此后，投资界逐渐诞生了又一位巨擘。在后来巴菲特成名后，他曾不止一次地在公开场合讲道：《聪明的投资者》是有史以来，关于投资者的最佳著作。

03 买股票就是买公司

巴菲特有句话，“买股票就是买公司”，这也是他首推其老师格雷厄姆所著的《聪明的投资者》为股市入门书籍的最重要理由。但是这样说仍然会产生很多的疑问，到底怎么叫买公司？这玩意，凭啥就能赚钱呢？

很多人都在说，巴菲特投资三个铁律：第一不要亏损，第二不要亏损，第三记住前两条。听起来很像废话，而且问题是，巴菲特也亏损过，我们怎么理解这个不要亏损？

实际上，这里面巴菲特理解的亏损跟我们的亏损不一样。从股票的起源看，我们知道买股票的本质就是买公司。既然买股票就是买公司，那么如果发生亏损，则是买入公司的账面资产亏损，这个才叫亏损。所以最重要的是要真正理解这句话：买股票就是买公司，买完这个股票，就忘记这个价格，更重要的是去看这个公司的经营情况，真正地把自己当作是公司的股东。

举个例子：现在有一个线下的接一个包子店的机会，如果你准备买入，你是不是要大概率去分析分析这个包子店的投资机会？你肯定要算算每天每月营收多少钱，要雇佣几个员工，需要付多少原材料，需要付多少房租，然后才可以决定，这个包子店我接还是不接？

所以买股票，一定要了解背后的公司。从多个维度去了解这个公司，这样你大概率是可以做到比大多数人更专业的角度去知晓这个公司的，知道公司长期、短期的一些发展，了解公司的产品，知道公司的核心竞争力，这些都是我们要去学习的，这些就是能力圈，提高能力圈范围，在自己能力圈范围去投资，并留下安全边际，这样的话，执行起巴菲特的三个铁律就不难了。这样从更长期的角度来看，你大概率是可以取得不错的收益的。

第二节 鱼和熊掌不可兼得的三性

要投资，那么投资的三性就始终逃不开。投资三性必须是投资前先行要考虑的，只有正确认识并合理分配好自己的投资三性，才能真正走正确的投资道路。投资三性分别是“安全性”，“流动性”，“收益性”。但是他们是必须有取舍的，不能一股脑的全想要，这是很危险的，投资忌盲目自信和膨胀，否则，伤害的就是自己。如果给他们的重要性排名的话，我认为是安全性大于流动性大于收益性。安全性是前提，这里不是说安全性排第一就是直接放银行理财就行了，安全性是知道能力圈范围，做到胸有成竹，有足够的能力圈，并在能力圈下留足够的安全边际，这也是安全性放在第一位的一种方式。有了能力圈，留了安全边际，然后再追求流动性和收益性，这才是投资正确的打开方式。

01 投资先行者

安全性，也就是风险性。“股神”巴菲特曾经给过投资者三个忠告：“第一，保住本金；第二，保住本金；第三，时刻牢记前两条。”由此可见，巴菲特有多重视安全性。“现代证券投资之父”也是巴菲特的老师格雷厄姆，他也是推崇投资要时刻把安全性放在第一位。想想，投资界的爱因斯坦都这么认为，我们为什么不这样去做呢？我们学习，都是站在巨人的肩膀上，继承巨人思想，然后发展，甚至创新。

任何投资都有风险，安全性是我们在投资时首先要考虑的。这个投资项目有什么风险？本金会不会亏损？我能接受多大的亏损？合作对象靠不靠谱？等等，这些问题，我们在投资之前，都需要先考虑。

对于投资来说，真正危险的并不是风险本身，而是不知道风险在哪。如果我们只看到投资的收益而忽略风险的话，很可能就会被所谓的高收益所迷惑，而让自己的本金受到损失，甚至有去无回。

当然，我们也不用过于畏惧风险而束手束脚，不敢投资。比如很多人因为不懂投资，害怕承担风险，而把自己大部分的资金都存放在银行储蓄，或者只敢购买债券、货币基金等低风险的产品，表面上看是守住了本金，但其实收益率跑不过通货膨胀，实际资产在贬值缩水，实际上，只要是在自己投资能力圈范围内去做，都是安全性，所以，既要安全性，又要收益性，那就提高能力圈吧。

不同的投资者对风险偏好是不同的，对风险的敏感度和承受能力也是不一样的，因此我们在做投资决策时，一定要挑选与自己风险偏好相匹配的产品。知道能力圈、提高能力圈，知道能力圈的范围，就自然能对抗更大的风险，做到胸有成竹，做到保证安全性，这才是我们要做的事情。

02 耐心是投资者最好的美德

流动性，也就是变现性。投资理财的目的，就是在我们需要的时候，有足够的钱可以用。所以在做任何投资时，都需要考虑流动性，也就是变现的可能性。

我们需要考虑两个层面的因素，也就是资产变现的金额大小和时间快慢，这两个因素需要综合考量，再挑选与自己理财目标更匹配的理财产品。

有些理财产品，比如房产，虽然资产价值很高，但不一定能很快找到买家交易，变现的时间周期就较长，流动性就不高，而且房产的交易成本很高。

任何理财产品，都兼具安全性、收益性和流动性，且各有长短，我们很难找到单个理财产品实现三性平衡，所以对于单个理财产品，我们需要有所取舍，尽量挑选与自己理财目标更匹配的产品。

想要真正实现投资理财的三性平衡，最好的办法就是进行资产配置，通过组合投资的方式，来实现我们的理财目标，根据巴菲特的理念，他任何时候都是把安全性排在第一位的，看起来巴菲特主要是投资个股的，那是因为巴菲特的能力圈很大，在自己能力圈范围内投资就是一种考虑到安全性。

像股票类资产，流动性最好是3～5年为宜。在过去A股历史中看，假如买指数基金，随便取一个时间点，然后买入，持有3～5年，那么就有90%以上的概率是正收益，只要是正收益，就已经打败90%的投资者了，因为股市7亏2平1赚。所以流动性放弃一点何乐而不为呢？房产流动性也不高呢，而且交易成本也高，而且股市整体收益是高于房地产收益的，详细的后面会讲到主要资产的过去200年的收益情

况，股市收益是高于房地产的。房地产甚至流动性更差，明眼人也能知道要不要长期投资了。

03 他横由他横，明月照大江

收益性，也就是增值性，一般来说，收益性是大家在投资理财时最关注的问题——这个投资能给我带来多少回报？投资收益率有多少？对我来说收益偏低、适中还是偏高了？在考虑这收益性问题时，很多人会进入两个误区。

第一误区是大家都爱追求收益的最大化，这其实是不对的。在追求收益最大化的同时，势必要牺牲资产的安全性，因为高收益的投资，一定是高风险的，但高风险的产品不一定适合每个人，所以我们追求的应该是与自身的风险承受能力所匹配的收益率，是符合我们实际理财目标的收益率。

第二个误区是大家经常混淆预期收益率和实际收益率。当我们拿到一款理财产品的介绍时，我们看到的往往是预期收益率，而不是承诺收益率，也就是说，实际收益率是浮动的，可能会比预期收益率更高，也可能比预期收益率更低，甚至一些高风险的投资项目，还会出现亏损的情况，所以大家千万不要被广告宣传中的超高预期收益所迷惑，要理性对待预期收益率。

在市场泡沫的阶段，收益是很可人的。很多人在牛市稀里糊涂地赚到风口的一时收益，结果过于自信，认为自己就是很能投资，预期收益于是就不断膨胀，而忽略了风险性，于是不停地越涨越加仓，结果可想而知。投资，宁愿要明明白白的亏，也不要稀里糊涂地赚，风口上赚的钱总是稀里糊涂的，这就很危险了，因为当潮水退去的时候才知道谁是在裸泳。

投资不懂不做，这个懂就是知道自己的能力范围，知道自己的最多能获得的收益是多少，理解了这一点，就不会只看到高收益性，而没有看到高风险性了。要做到明白怎样的收益才是合理的，怎样的收

益才是自己能力圈范围能拿到的。这个能力圈收益天花板在哪呢？我们要清楚一点，我们在股市里真的可以赚到大钱吗？

我们先看一个名单，10年期基金经理最牛的，管理规模足够大，从业时间够长，收益最多的年化也就25%，看起来是不是很少？跟很多人想象的一年赚几倍相差是不是很大？没想到最优秀的人年化也就25%，跟大家的想象大相径庭。但这就事实，事实上，全国10年年化20%以上的私募基金经理才区区3个，林园、韩广斌、蒋彤，公募基金经理才区区4个，傅鹏博、朱少醒、曹名长、周蔚文。拥有十年过往投资业绩，且年化收益超过10%的公募基金仅有33位。根据数据，即便是8820家证券类私募的几万名基金经理中，也仅有47位私募基金经理满足“双十”条件。

可能你说有的人一年可以赚几倍，那我跟你讲，曾经的18年19年的私募冠军，有的都清盘掉了，去年的私募冠军，今年呢也是大幅垫底，没有用对吧，大赚大亏，不够稳定，真正能做到长期稳定持久的非常少，这就是案例啊，这是公开可查的，不要去听故事，真正优秀的人，他们到底做得如何？也就这几个。

讲完国内的，我们看看国外的在股市真正赚到大钱的人有哪些人。

1.本杰明.格雷厄姆，30年，年化收益20%

2.沃伦巴菲特，46年，年化收益20.3%

3.沃尔特斯洛斯，47年，年化收益20.09%

4.彼得林奇，13年，年化收益29%

5.戴维斯家族，47年，年化收益23%

6.乔治索罗斯，29年，年化收益超过30%

最成功的，也就长期年化20%左右。巴菲特大部分财富都是50岁以后获得的，这就是复利的魅力。

全国14亿人10年就出了清华北大的7万人，金融科班出身的大学生有几十万人，股民1亿多，百万计高智商聪明人，几十万有专业金融知识的，配了无数台电脑及软件、几千万人有10多年股市经验、几百万人耗费了无数时间精力。这么多的强大因素支持，这么大的人口基数，竟然才有3个私募基金经理、4个公募基金经理长期做到了年赚20%以上。

这就说明最聪明、最专业、最有经验的一群股民10年平均年赚20点的才区区7人。这个事实说明什么，只能说长期盈利年20点比登天难。由此看来把投资目标定得太高是自不量力。你不比那些几十万股市第一梯队股民更聪明、更专业。所以，千万不要以为年赚20%他是一件很容易的事。

有些不懂股市的人说，我一年就翻倍了。但是其实你第二年就会亏钱，第五年可能就放弃而退出股市了。

一年一倍者如过江之鲫、五年一倍者却寥若晨星。时间拖得越长，你就越逃脱不了规律。

什么是规律？要知道股票就是公司所有权，收益来源根本上就是利润增速带来的。一个国家大部分公司的利润增速是多少，这个是可以一眼看胖瘦的，GDP增长率和通货膨胀率就是很好的锚，还有贷款基准利率也是一个锚，还有无风险收益率，还有ROE，等等，这些都是很好的锚。比如GDP+通货膨胀率能达到多少？远远高于他们之和的收益很明显是不合理的收益，超出的部分，更多的是依靠风而带来的，风口一来，猪都能上天，但风维持不了多久，风口过后，一地鸡毛，猪还是那个猪，只不过摔得越狠。但合乎客观规律的优秀还是那个优秀。

而且，当一家企业，达到一定规模后，那么利润增速就不会那么快了。以沪深300为例，从2011年到现在，沪深300的年均年化收益率也就11%左右。毫无疑问，沪深300代表的是沪市和深市上市的市值最大的300家公司，一定程度上代表的是中国规模最大的300家公司的平均回报率。看看，规模最大的公司长期也就11%左右的利润增长率，你还会觉得长期维持20%年化收益率很低吗？长期利润增速小于6%左右的上市公司大概占A股上市所有公司的60%左右，能在A股上市的公司毫无疑问代表的是中国最优秀的公司，连最优秀的公司也就40%的公司利润增速能达到6%以上，那中国3000万左右没上市的公司利润增速又能有多少呢？保守一点可以这么说，你做到长期年化收益率6%以上，那么你就打败了中国1800万家企业的收益率了。

为什么长期做股票盈利这么难?

①没有人能靠运气、靠行情好长期赚钱。凭运气赚来的钱一定凭实力都亏掉。长期下来，偶然性、随机性、运气等各种意外因素的盈利都会失效。

②长期在市场，你的技术漏洞、人格缺点一定会被市场攻击的，只要你的股票技术系统是不完整的，都会无法长期盈利。墨菲定律有这么一条：再小的概率事件都会发生。有些事几年没事，但是只要出一次就会要命。比如有人习惯满仓一只股票，可能几年没事，但赶上一次黑天鹅就要半条命，哪怕是世界500强公司平均寿命也只有15年，曾经的通用电气是多么辉煌，而现在呢？现在的大牛股茅台才稳固白酒第一位置多久？短短30年间，从汾酒到五粮液再到茅台，未来再到哪？曾经的诺基亚辉煌不复存在！风水轮流转，明天到我家，你方唱罢我登场，反认他乡是故乡，这种例子已不觉鲜。

有深度市场认知、执行好、坚持长久的人极少，所以长期赚钱的人极少。

③赌性大、激进满仓、加杠杆、碰对热点、赶上黑马会让有的股民一年翻几倍、甚至一年十几倍，但激进方法蕴含高风险，会导致后面巨亏。基金冠军魔咒自己查查是怎么回事。每年都有基金冠军，但每次第二年有多少能持续？靠赌、靠运气的利润都是无法重复的。

全国可查的做到10年年赚20%以上的人才7人，这个事实也告诉我们股市无法实现暴利。

投资不可好高骛远，高收益不可忘乎所以，我们应该以不变应万变，追求长期的更加稳定持久的收益，预期不要太高，以20%为天花板，做一个愿意慢慢变富的人。他强由他强，清风拂山岗，他横由他横，明月照大江。

第三节 两兄弟百年的爱恨情仇

一、投机

查理芒格曾经说过：我只想知道将来我会死在什么地方，这样我就永远不去那儿了。失败的经历，其实也有它的价值。从来都没有天生的伟大投资家，所有投资家都曾经犯错，甚至要花好多年来挽回这个错误。不过对于错误的反思和进化，才是成就一个伟大投资家的必胜法宝。关于投资与投机的争辩，从来就没有停止过，很多人也觉得只有投资才是正道，但投机就如武侠小说中的魔教一般，一直被喊打，但却一直都没消失过。原因是投资很多时候是反人性的，比如长期持有、慢慢变富，但是人性就是喜欢及时反馈的。就像《思考，快与慢》一书中说的，生活中，快思考才是主导我们对事情做决策的，而慢思考，只是影响我们生活中少部分决策。可以这么举例，快思考就像是电脑的硬盘内存，慢思考就像是电脑的运行内存。如此看来，现实中的交易者，做“投机”的人，毫无疑问，在数量上是远远超过做“投资”的，或者说“投机”一直都是市场的主流，真正的“投资”者从来就没多过。

实际上随着市场和科技的不断发展，炒股与投机之间也不是一个概念了。炒股当然是投机的一种表现，但在股市里，投机已经远远超过了炒股的范畴。

《何谓“投资者”？》一书中说，投资者和投机者始终是一对反义词。早在1934年，于“现代投资之父”格雷厄姆的被称为投资界的“圣经”《证券分析》一书中，就开始明确界定二者之间的关系，定义如下：“投资行为是建立在详尽分析基础之上，能够承诺本金安全和令人满意收益的行为，一切无法满足上述条件的行为都是投机行为。”

01 让你一夜暴负的投资

其实有很多投资品种是不值得投资的。像P2P、虚拟币不用我们说大家也知道风险，都是没有价值的，只是靠风而来的投机罢了。现在我们总结一些可能会让我们一夜暴负的投资品种。

这些品种，有一些是本身品种风险巨大，操作不慎容易导致巨亏。还有一些则是品种本身没啥问题，比如说基金，但个别情况下容易出现巨亏。

①期货期权

这两个其实是正儿八经的投资品种。但投资门槛高，难度大。操作不慎，会导致一夜暴负。不太适合普通投资者。我们投资不能没有困难创造困难也要上。

②下折的分级B

分级B基金，分级B就是加了杠杆的基金，上涨会有更高的收益，但下跌会有更大的跌幅，并且在股票市场大幅下跌的时候，会触发下折。下折会导致一夜之间巨亏百分之几十。例如2015年的股灾，这已经上演过一轮，使得无数分级B的投资者一夜之间腰斩。不过也因为风险过大，分级B先是被提高购买门槛（30万开户），现在大部分分级B也会在这两年进行转型。分级A、分级B消失，分级母基金逐渐转型为普通的指数基金。以后，这类品种就逐渐消失了。原油宝、分级B，都是风险过大，以后这些品种就跟散户无缘了。另外还有一些品种，本身风险并不是很大，但容易出现一些意外情况，导致出现风险。

③高溢价的可转债

可转债整体风险并不是很大，介于股票和债券之间。但可转债大部分带有强制赎回条款。如果价格高于某个数值，并持续一段时间，就会触发强制赎回条款，提前赎回。强制赎回并不是按照当前市场价，而是以一个低得多的价格，例如100元。而这时高溢价的可转债市场价甚至有可能是200～300元。

如果买入高溢价的可转债，可能一夜之间就巨亏百分之几十。比如类似的事情：某晶转债一天下跌48%。

④高溢价的场内基金

高溢价的场内基金，现在还能看到。比如说场内原油基金，部分美股基金，买卖交易价格，远高于基金净值。像南方原油，基金净值0.4元，但场内交易价格0.6元以上。相当于一个价值1块钱的东西，1.5元卖给你。现实生活中要是有人这么做你肯定不买。毕竟，菜市场买菜我们也还会讨价还价，试图买到性价比高的低价菜呢？但换成股票市场，场内每天都有人高溢价买，这就说不过去了。部分美股基金也经常出现高溢价。

场内基金的高溢价，通常是因为基金暂停申购导致的。场外无法大量申购，就有投资者跑到场内买入。推高了场内的买卖价格。这种场内基金的高溢价也不会长期持续，溢价消失的时候溢价这部分就会损失掉。

⑤持股集中的基金

有些基金也是会集中持股的，基金大热的时候，都还有涨停的基金，这实在是不可思议的事情。这种基金持股会过于集中于某一两只债券、股票。这是风险很大的。但是这种情况其实是并不常见的，大部分公募基金会分散配置。不过偶尔会遇到基金，重仓某一两只债券、股票，同时又遇到债券违约，或者股票停盘。前段时间就有一只华商的债券基金，因为过于重仓一两只债券（华信债），一夜暴跌

23%。不过大部分债券基金、股票基金都是分散的，买的时候注意下就好了。

⑥规模过小的基金

规模过小的基金，有的时候遇到持有者大比例赎回，基金净值也会出现单日暴跌的情况。小规模基金遭遇大比例赎回，基金份额数量大幅减少，但基金本身还有一些固定费用会从基金净值中计提。这部分费用，分摊到剩下较小的基金份额上，就会导致基金净值大幅下跌。2016年就出现过一只小规模的基金，单日净值下跌67%。这个风险也是和持股集中的基金一样相对好避免些，我们只需要不投资规模较小的基金即可。一般我们考虑的是规模1亿以上的基金品种。

02 为臭名昭著的股票不值

先来关注一则新闻："支付宝理财平台：发布《一季度基民报告》。持有基金时长短于3个月的用户中，超七成基民出现亏损；采取一次性投入的基民中，45%持有时间不到半年，采取分批定投的基民中，72%持有时间在半年以上。除了市场行情波动外，追涨杀跌、频繁交易也是造成"基金赚钱基民不赚钱"困境的主要原因。通过这些数据其实不难看出，绝大部分的基民和绝大部分的股民，亏损的原因可能是一样的。

大部分股民是犯了追涨杀跌，频繁交易错误。

首先说追涨杀跌。为什么会追涨杀跌呢？追涨是因为股市达到了热火朝天的地步，股神的消息满天飞。于是初入股市的小白生怕错过了赚钱的机会，于是杀了进去，结果可想而知。从历史上来看，70%以上的基民都是在市场火热的时候开户的，火热的高点带来的必定是一套就是套很多年，这怎么不使股票臭名昭著?

频繁交易就是忽视了流动性。收益高的品种，是要放弃一些流动性才可以的，不然收益也就不会高了。想想房地产，它的流动性很差吧？起码3年以上吧？这就是为什么频繁交易会导致基民亏损的原因了。任何投资不可能同时拥有高安全性、好流动性，高收益性的。我们要做到的是合理平衡投资三性，这一点我们是要做到心中有数的。

市场不会因为2015年的崩盘而停止，也不会因为2020年基金抱团的上涨而结束，它只会随着时间的流逝而变迁。而参与其中的人，在这不断变化的股市中更是频繁的更换，想不做"韭菜"，先看清自己。

03 股票短期是投票机

巴菲特说过，他从来没见过有谁能够准确预测市场。我也是从来不去预测市场短期波动的，我知道这是测不准的，我也建议大家不要去预测短期的涨跌。格雷厄姆说过：股票短期是投票机，长期是称重机。短期涨跌不能证明一只股票多好多坏，短期不过是情绪的投票罢了。

第一，不要预测市场；

第二，不要频繁交易。

哪怕是全世界知名的股票投资大师，相信也无法预测市场的涨跌，为什么你觉得可以？预测市场和频繁交易，基本上是大多数小散的最典型特征。可以这么说，只要大家尽量避免这两种行为，长期来看就有希望战胜大多数人了。

有很多股友对于某一次或者几次市场涨跌预测的很准，就以为找到了市场的规律，事实是所有的规律基本建立在市场良好的情况下，牛市的时候，任何指标都是准的。而且网络上越是能够预测市场涨跌的越受欢迎，如果侥幸有那么几次预测成功，那么简直就被捧上天，不过是幸存者偏差罢了。当然不能否认天才的存在，但是在这个市场当中，每天都有这么多的天才出现，这个估计是一个很难理解的现象吧，难道天才如此之多？短期赚到的一般是靠风赚到的钱，这种钱维持不了多久，可能一个月几个月就能靠风翻倍，但是这样的运气一生中又能遇到几次呢？可能有的人会说，我是靠能力赚到的。这其实是不合客观规律的，很多人看重短期的大涨，期望能赚到大钱，实现赚快钱，但是股票的收益来源从根本上说是利润增速带来的，超过利润增速很多的部分绝对是不合理的收益，只可能是靠运气赚来的，凭运气赚来的钱一定会凭实力亏掉。而且再加上，短线势必会带来频繁交易，要知道每一次交易券商和国家都是要抽一部分手续费的，多次交

易就多次交手续费，有的人一年交手续费的钱都超过大部分企业的利润增速了。那这样不合理的做法只能是零和游戏，股市也不过是赌场罢了，但是久赌必输，这是不争的事实。

这里需要说明的是，不要预测市场是指不要将自己的投资押宝在股市某一具体时间内的具体走势，而不代表可以对股市的方向完全没有判断。

做投资就是判断未来，某种程度上对股市未来的发展方向进行判断是不可避免的。但成功的投资不会将宝押在对股市的精确判断上，对市场的大致观点对了固然好，错了也不影响对资产长期价值的衡量和判断，这是投资者与市场预测者最根本的差别。

04 大师哪里是输在抄底?

1926年，32岁的格雷厄姆成立了自己的投资公司，格雷厄姆·纽曼公司。

当时的美国可谓牛市冲天，股市一片繁荣。

凭借着过人的投资才华，格雷厄姆一路是势如破竹，到了1929年初，其公司资金规模已从最初的40万美元上升到250万美元，35岁的格雷厄姆一时风光无限。

他在81街和中央公园西边一幢金碧辉煌的30层公寓大厦里，租了18层和19层两层复式的公寓套房，外加阳台。这两套房子共有10个房间，他自己都弄不清到底有几个浴室，靠近顶层的地方还有几个女仆的房间。房租每年高达1万美元，租期长达10年。

但是，这虚假的繁荣下却隐藏着巨大的危机。

1929年10月，华尔街迎来人类历史上最为惨烈的股灾。股市一路暴跌，从1929年10月开始的股灾到1932年经济大萧条的谷底，道琼斯指数共下挫了90%。

倾巢之下，安有完卵。

1929—1932年，短短4年时间，格雷厄姆公司账户亏损超过70%。公司账户里的钱从250万亏损至55万。

因为使用了财务杠杆，巨额借款使得格雷厄姆的处境更加雪上加霜……

股灾之后，几乎破产的格雷厄姆被迫削减庞大的家庭开支，退了豪宅、辞退了仆人，就连当初给母亲买的汽车也被卖掉。

童年的悲剧（股市大亏）再一次上演，只不过格雷厄姆自己都没想到，这一次的主角却由母亲变成了自己。

这次股灾对格雷厄姆的投资理念产生了深刻影响，安全边际这一思想逐渐成为格雷厄姆日后投资理念的重要基石。

因为这次的教训，格雷厄姆不得不回到大学教书。期间格雷厄姆不断反思自己的投资理念的投资框架，经过归纳汇总，写成了一本书，《证券分析》，还有后来的《聪明的投资者》。

大师是输在了抄底吗？不，大师是输在了加杠杆。他抄的底，没几年就创新高了。一个曾经叱咤风云的大师，都被杠杆教训得几乎破产。被杠杆害得几乎破产的大师远不止格雷厄姆，那普通人怎么敢说你有这个自信加杠杆呢?

05 客户的游艇在哪里？

《客户的游艇在哪里》一书中说，一群乡巴佬来参观纽约金融区的奇观，一行人到达巴特利时，向导指着停泊在海港的豪华游艇说，看，那就是银行家和证券经纪人的游艇。一个乡巴佬天真地问："客户的游艇在哪里呢？"因为事实上客户没有游艇。

其实这个段子非常契合中国基金投资当下的实际：基金赚钱，基民不赚钱。

仅以最近的2020年来看，根据天天基金的统计数据，2020年权益基金平均涨幅达到42.15%，而天天基金权益持仓的平均收益率仅为19.19%。基民赚到的钱，不到基金赚到钱的一半。

基民回报与基金回报之间巨大的差距被称为基民的负行为差，它主要来自基民的非理性行为：持有时间过短、过度自信、盲目择时、追涨杀跌、频繁买卖。

要说完全是因为大家的缺点的原因，其实也说不过去，因为基金公司及销售环节的卖方立场也是造成这种负行为差的重要原因。我们要明白一点，基金公司和基金售卖平台也是要赚钱的，基金公司的收入只跟基金规模挂钩，与基民赚或赔无关，所以基金公司既然要赚钱，那就势必都会在行情热火朝天时发行新基金、推销老基金的冲动，道理大家都懂，这时候效果最好；短期暴涨更能吸引投资者申购，所以会有基金公司成立布局不同单一行业或赛道的主动基金，通过暴露风险制造爆款基金；而销售方也会倾向于推销"好卖"的基金产品或者佣金和渠道分成更高的基金。明白了这一点，我们就不难了解，为什么基金赚钱，基民不赚钱了。

如果你有自己的理财顾问，你可以思考一下，他帮你赚到钱了吗？

如果没有赚到钱，是什么原因呢？即使赚到钱了，你也可以再深入思考一下，你赚到你“应该”赚的钱了吗？是不是靠风赚到的钱？是不是凭运气赚到的钱？

中国国情是，理财顾问的收入主要来源是客户购买的产品返点。比如说，你的证券投资顾问主要收入是你的证券交易的佣金，基金理财顾问的主要收入是靠你购买的基金的申购费。

那么问题来了，在这种模式下，他们能使你的利益最大化吗？

股神巴菲特曾经说过：你永远不要问理发师你是否需要理发。因为这样的问，他的回答一定是：需要理发。而且理发次数越频繁越好。如果这放到股市，那这是多么可怕的事情，当你问你的证券投资顾问，应该怎么操作股票？你得到的答案可能是五花八门的，有时是“追涨杀跌”，有时是“波段操作”，有时是“逢高减持”，有时是“逢低吸纳”。总之就是拐着弯一个原则，多交易就是了，菜谱五花八门，菜名五花八门，不过是要你消费罢了。我们活在一个个故事之中，有人为此深陷其中，无法自拔。投资不能听故事。所谓屁股决定脑袋，作为销售者这个位置，很多销售者当然决定他的脑袋的只有对自己的利益，顾客的死活自然是不管。这种现象不仅在投资中如是，其实生活当中也是屡见不鲜的。

多交易能不能多赚到钱呢？我们可以把全体股民当成一个大家族，持有着全部上市公司的股份，整个家族享受全部上市公司的利润和分红。这本来万事大吉，你好我也好。但是后来有人不满意现状，希望能赚到比其他人更多的钱，那么他就开始和其他不满意现状的人交易。所有人的每一笔交易，都要给券商付出手续费，给国家交印花税。那么这个大家族成员天天频繁交易，最后落到这个大家族整体的利润，你觉得是变多了还是变少了呢？

有的基金理财顾问会根据顾客的喜好来推荐，秉承“顾客是上帝”的思想，事实真的如此吗？只不过是让顾客提高顾客信任度的一种方

法，投其所好，提高自己的品牌度、知名度、信任度而已。当你问这种基金理财顾问，需要买什么基金时，你得到的回答也是可想而知的。你喜欢1元的新基金，就会给你推荐1元的基金；你喜欢在股市最疯狂时买股票型基金，就会有大量的股票型基金推荐。总之只要能顺利地卖出去基金，一切都万事大吉了。

他们会根据客户的喜好，卖出去基金然后收手续费还是好的。我听到的最绝的事情是，有些理财顾问利用客户对他“专业度”的信任，指导客户利用基金做“波段”，“高抛低吸”。做一次股票“高抛低吸”的摩擦成本是千分之二，而做一次基金波段的摩擦成本是百分之二。做不了多少次基金的波段，你的钱基本上就全是理财顾问的了。可怜了那些交智商税的韭菜们。

尽管这种模式其实不利于投资者，但高明的理财顾问不会只顾自己赚钱而一味损害客户利益。其实类似这样的理财顾问是有的，比如说张坤、朱少醒等这些有良心的基金经理，他们一般会牛市高点时实行限购自己的基金，合理时放开限购。从长远看，客户的利益也是理财顾问的利益，注重长期发展的理财顾问会尽量创造双赢的局面，为客户创造价值的同时自己也能赚钱。而“近视”的理财顾问只顾忽悠客户一两次，自己赚点小钱，这样是无法长期在这个行业立足的。

作为客户，我们应该要做的是：

①提高自己的水平和见识，树立正确的理财观，要有独立思考的能力。作为普通投资者，我们可能没有系统的专业知识，但我们可以有基本的判断力。一个重要的原则就是，搞清楚产品的利润来源，认清楚各种“庞氏骗局”，不要参与它们。许多产品，只要一味地承诺给你惊人的高额回报率，而不讲风险，只报喜，不报忧，你就要擦亮眼睛了。这些产品绝大多数都是传销性质的“庞氏骗局”。你也可以想象一下，世界上真的有合法的长期年化收益率30%的生意吗？你图的是他们的利息，他们图的是你的本金啊。

②事实上，在投资领域，有一系列的专业资质认证，可以证明理财顾问们的专业水准。例如基金从业证、证券从业证、理财规划师证等入门级别的证书是必须要持有的。持有CFA等高级证书的理财顾问，可以给高端客户提供更加专业的服务，一般小散户虽然很难单独聘请这样的“牛人”，但如果遇到听取他们专业意见的机会也不要轻易错过。

以买基金为例，我告诉你们几个理财顾问不会告诉你的秘密。

1.好卖的基金不赚钱。在牛市中后期，往往股票型基金最好卖，但也是最容易套牢基民的。而到了熊市的中后期，股票型基金是最难推销出去的，但这时候往往收获就在眼前。

2.在银行买基金手续费最贵。各种理财网代销的基金，基金公司直销的基金，申购费往往比银行要便宜得多。

3.不认购上市的封闭式基金。你如果听理财顾问说，封闭式定向增发类的基金火爆，赶紧认购。你知道这样的基金一上市就会立刻跌5%吗？为什么不等上市后再买，或者直接在二级市场买呢?

在股市，不但有国家收税，还有券商收佣金，如果你信了“理发师的话”，股市不是赌场，也变成赌场了。如果你不会炒股，间接通过基金炒股的话，有基金理财顾问收取申购费，基金公司收管理费。你如果看了这么半天，还是固执己见，频繁交易，杀进杀出，给这些老板们拼命交钱，那么就真把自己当成赌徒了。在股市这个市场里，你想做“赌徒”还是“赌场老板”?

咱们可以把游艇的故事换一个马甲，改成：

“看，那些就是赌场老板的游艇。”

“那赌徒的内裤在哪里？”

06 一入玄学深似海

什么是玄学？玄学就是把一些不关联的现象联系起来，不尊重客观规律，没有用实践来进行托底，总之就是单纯地讲故事，自欺欺人罢了。

投资不可带入玄学思想去投资，否则就是投机，否则就是大把钞票的亏损！投资中其实是有很多人就是用玄学来投资的，比如什么k线形态啊、macd指标、kdj指标，还有看过去历史收益来投资啊、看指数点位多少来投资啊、看基金净值来投资啊、看基金公司是否出名是否规模大投资啊、看股票价格高低来投资啊、看股票代码是否吉利来投资啊、看股票名称是否吉利或者是纯粹喜欢某个股票名称来投资啊，等等。这些都是用玄学的思想来投资，用这种思想的结果，那一入股市深似海也就不稀奇了。上面几种例子我们拿几个详细讲一下为什么这些是玄学。

指数的点数与高低估有关系吗？看点数购买指数基金靠谱吗？我们来说下指数的点数与估值。有些朋友不太了解指数的点数是干啥用的？为啥一个指数同样的点数，有的时候适合投资，有的时候不适合投资呢？

我们都知道指数是有一个点数的。例如，上证综指3000点左右，恒生指数两万多点。这个点数代表什么呢？我们可以简单地这么理解：点数就是指数包括成分股的平均价格。指数包括的成分股股价平均上涨了1%，那指数的点数也会上涨1%。一般每个指数都会有一个起始点数。像上证综指和恒生指数，都是从100点开始的。指数公司统计了一下指数开始那一天，股市上所有股票的一个总的股价，把这个设置为100，也有的指数是从1000开始的。之后整个股市上涨1%，指数的点数也会上涨1%；整个股市下跌1%，指数的点数也会下跌1%。从这个角度，我们就可以更方便的理解指数的点数了。

例如恒生指数从六十年代的100点，涨到了今天的20000点，上涨了200多倍。

国内的上证综指，从1991年的100点，涨到了今天的接近3000点，不考虑分红收益也上涨了30倍。

未来上证综指也会像恒生指数一样，从上涨30倍，到上涨100倍，再到上涨200倍。

那为什么指数点数会长期上涨呢？点数=指数市盈率*指数盈利。点数可以看作是指数对应股票的股价。那我们可以把它分解一下，股价=（股价/盈利）*盈利=市盈率*盈利。这就是市盈率的定义啦：股价/每股盈利。

市盈率是最常使用的一个估值指标。只要公司盈利正常，我们就可以计算它的市盈率。对指数来说，包括了一揽子各行各业的股票，所以指数整体看也是有一个总的盈利的，并且指数会定时剔除亏损的公司，换上好公司的新陈代谢功能。我们用指数总股价除以总的盈利，就能得到指数的市盈率啦。

市盈率的变化是有范围的。我们可以看一下，在过去几十年的历史中，恒生指数市盈率来回波动大概就是10～20倍之间。

恒生指数市盈率最低到过5，最高到28左右，估值是有极限的。其他时间里，恒生指数的市盈率主要集中在10～20倍。

恒生指数创立之初到现在，市盈率甚至还变小了，从30多倍到了10倍出头。

市盈率变小了，为何点数还能上涨200倍呢？最主要的原因是因为盈利的增长。恒生指数背后的公司整体盈利是长期上涨的，因为科技的进步、管理效率的提升，生产力和生产效率是不断进步的。虽然在某几年里经济会遭受一些挫折，例如亚洲金融危机，例如美国次贷危

机，但总体上企业盈利还是不断进步的。正是因为盈利的长期上涨，使指数能够长期上涨。长期看盈利，短期看估值。不过指数短期的暴涨暴跌，主要还是受估值的影响。像2015年初到2015年6月份，指数的盈利并没有大幅上涨，但指数却大幅上涨了，就是因为大家看好股市，大量的资金涌入导致估值提升。在估值高点进入，之后遭遇大幅下跌就难免了。

最惨的就是像80年代末的日本股市：整体估值特别高，同时实体经济也有泡沫。泡沫破裂后，指数的整体盈利下降，估值也从高点下降，指数遭遇双重打击。这种就很难恢复了，所以日本指数当年创下接近4万点的最高峰，结果快30年过去了，还只有不到两万点。所以“买指数就是买国运”这句话非常有道理：国家经济的长期发展，是指数盈利不断上升的保障。长期看国运，短期看市盈率。

投资指数基金，首先要对这个指数背后的国家有信心，这是一切的前提。其次为了避免长达七八年甚至十几年的浮亏，我们要在指数低估的时候分批买入。这样既可以享受到指数长期盈利的上涨，也避免了短期的大幅下跌。

至于如何判断指数是否低估，这个方法就非常多了。最常见的是盈利收益率、市盈率、市净率、市销率、股息率等指标，这些对指数来说也是非常好用的。

很多人普遍喜好的一个策略是“在上证指数多少点以下买基金，到了某某点就卖掉”。

看到上面的指数点数和估值的介绍，相信大家就可以看出看指数点数来买卖这个策略缺陷在哪里啦。这就是一个“刻舟求剑”型的策略，A股的整体盈利长期看是不断上涨的。指数总有一天会从100点涨到1000点，再涨到10000点的。可能短期里这个策略有效，但长期看，以一个固定的点数作为投资策略，迟早会失效的。短期看似有用的策

略，实际上是经不起时间的考验的，只有真正经得起时间考验的，才能在股市游刃有余、闲庭信步。

低净值基金更值得买入吗？不同的净值是什么意思？该如何选择合适的基金？其实基金净值就和点数大同小异，如此看来，看低净值买基金也是一种不靠谱的玄学罢了。

经常有人看到新基金发行就感慨：“哇，这个新发行的基金也太便宜了吧，净值才1块钱，一定要买！未来上涨空间肯定很大！等到涨得高了再买入，那不就亏了！”

这就糗大了，其实，每支基金成立初期，单位净值都是1元。

大家其实是进入了一个误区，把股票中“低买高卖”的想法，带进了基金的买卖，认为净值越低的基金，越便宜，未来的上涨空间更大，投资价值更高。这样想就大错特错了。

根据前面咱们聊的，大家应该可以看出，基金的净值其实是对基金的一个描述，仅仅通过净值高低来判断是否值得买入，肯定是不够全面的。

还有看股票价格而决策股票的买卖，也是和看基金净值高低买卖一个意思，有的人看到2块钱一股的股票就想，再怎么跌也没有多少下降空间吧？事实上，下跌的空间也是无限的，ST股票很多都是价格很低的，但跌到退市的不也是比比皆是嘛。反而每股价格高的股票不断突破新高的已不觉鲜。

二、投资

01 股票长期是称重机

格雷厄姆说过：股票长期是称重机。唯有长期持有才值得坚守。

我们首先要了解，股市收益有两种：持仓市值增长和分红收益。先不谈分红收益，想必大部分人来股市也不是为了分红而来的。鉴于大家都梦想市值增长，所以，此处也不论投资和投机啥的，只论市值增长的原因，有以下几种：

（1）估值膨胀。比如创业板指数加权PE2019年2月约为32倍，目前为62倍，也就是说即使整体盈利不变，平均股价增长1倍。反映到个股也是一样的，比如PE50倍，PE膨胀短期到100倍，市值增长1倍。估值膨胀别说1倍，甚至一年3、5倍的多了去了。

（2）盈利增长。比如格力电器，格力电器是A股不多见的一家标志性企业，2008年底以来估值一直在10PE左右波动，期间股价涨幅12倍，2008年净利润19.67亿，2018年净利润262亿，市值增长驱动因素完全来自于盈利增长。如果考虑分红，08年底拿到现在成本会是负的5元左右。

（3）估值膨胀+盈利增长。比如贵州茅台，前复权2013年收盘价60元，到2019年收盘股价1241元，2013年净利润151亿元，2019年预计净利润405亿，期间利润只增长了1.68倍，可股价是原来的20倍，20除以2.68等于7.4，也就是说有6.4倍的增长是来自于估值膨胀，从当年小于8PE增长到超过40倍PE，尽管目前股价和估值有所回落，但涨幅仍然惊人。

以上同样也是市值增长的三种模式。

模式一，由于估值靠“风”，风即资金和市场偏好，无法掌控无法预测。说来就来，说走就走，05～07大牛市，14～15年小牛市本质上都是短期资金推动型的假牛市，最后的结果就是风停后难免一地鸡毛。个股案例太多了，来看个组合，15年创业板牛市巅峰建的一个组合网页链接，迄今下跌65%，个股跌幅超过九成，甚至企业消失的也并不罕见。靠风不是不行，只是比较苛刻，只适合可以凌波微步，御风而行的人，迄今我没有看到稳定可持续盈利的案例。

模式二，值得坚守。企业盈利尽管也靠预测，貌似不可掌控，但有规律和路径可循。长期确定性的高ROE必然带来持续的盈利增长，长期看行业企业天花板，确定性的高ROE看企业竞争优势，也就是常说的长长的坡、湿湿的雪。

模式三，可遇而不可求。根基还是企业盈利增长，即使碰到估值下降，有强劲的盈利增长，也可以获取不错的收益，比如招商银行2009年小牛市末期PE估值23倍，2019年末期估值约10倍，也就是估值下降了56%，期间股价仍然增长了2.6倍，也就是原来的3.6倍，原因就是期间利润从182亿增长到928亿，强劲的盈利增长不仅填了估值下降的窟窿，还推动股价大幅增长。当然，如果是在2014年PE5倍不到的时候买入，就挣了估值和盈利双重驱动的钱。不管是个股还是指数，买好的，买的便宜是王道。

因此，靠风挣钱不可复制，不够安稳，市场可以给你5倍估值，也可以给你50倍估值，就是常说的把命运交给了市场和他人，市场短期是投票机，是情绪，是人心，人心最难测，人心深似海。所以，还是靠优质企业挣钱来的靠谱，抱牢优质企业，正如物质决定意识，背后有强大的实业来托底，才能决定收益的高低。如此，踏实安睡的同时，企业自会穿越牛熊给你挣钱。

具体买什么，什么时候买，买了后拿不拿得住又是大学问了。买8PE的贵州茅台可以不可以，当然求之不得，但确实可遇不可求。买30倍PE的五粮液类似的股票可不可以，如果你看好其赛道长到看不到

尽头，企业竞争优势突出，行业根基稳固，理论上只要拿的足够长，好的股票买入价格可以忽略，分红都会分成负成本。买亏损的、70倍PE的股票可以不可以，也可以，但你得能看清楚未来行业格局和企业地位，大概预期未来的营收利润空间，也可能取得不错的收益。比如亚马逊在开始足足亏了20年，现在和当初比翻了上万倍了。比如青岛啤酒在其高速增长期间，PE从70倍降低到30倍，但期间盈利增长了20倍，期间股价也增长了7倍。

只不过买得便宜，相当于平地跑步，甚至下坡滚雪球，买的贵相当于跨栏前进，甚至是爬山逆行。同样是挣钱，在不同企业身上挣钱，挣那一段的钱，冒的风险是不同的，有的类似于火中取栗、虎口拔牙，有的类似于闲庭信步，华庭安睡。到底怎么走自己选呗，也许仓位配置是个解决方案。

但不管怎样，锚定优质企业才是亘古不变的真理，优质才能让人心安，才可能长拿，在碰到极端下跌行情才不会恐慌，才敢踏雷买入，甚至还会很兴奋，嫌钱太少。因为只有优质才会内心坚定，只要地球不会毁灭，股价迟早会新高。而且，只有优质便宜才敢上仓位，没有足够仓位，挣再多也对账户无用。当然，小仓位投机玩玩可以不可以？当然也可以，就像打麻将。但即使小仓位的投机，也要在优质股上投机。

可以反复琢磨“最好的投资是买进后就无需卖出的投资”这句话。

02 投资者的百家争鸣

我们看历史数据，10年期基金经理最牛的，管理规模足够大，从业时间够长，收益最多的年化也就25%，看起来是不是很少？跟很多人想象的一年赚几倍相差是不是很大，没想到最优秀的人年化也就25%，跟大家的想象大相径庭。但这就事实，事实上，全国10年年化20%以上的私募基金经理才区区3个，林园、韩广斌、蒋彤，公募基金经理才区区4个，傅鹏博、朱少醒、曹名长、周蔚文。拥有十年过往投资业绩，且年化收益超过10%的公募基金仅有33位。根据数据，即便是8820家证券类私募的几万名基金经理中，也仅有47位私募基金经理满足“双十”条件。

可能你说有的人一年可以赚几倍，那我跟你讲，曾经的2018年2019年的私募冠军，有的都清盘掉了，去年的私募冠军，今年呢也是大幅垫底，没有用对吧，大赚大亏，不够稳定，真正能做到长期稳定持久的非常少，这就是案例啊，这是公开可查的，不要去听故事，真正优秀的人，他们到底做得如何？也就这几个。

A股市场，社保基金一直是一个不可忽视的力量。他以稳健著称，长期业绩出色，他在股灾中买进，在行情低迷时增持，被称作A股的“定海神针”。从2000年成立到去年11月份，全国社保基金的年化收益率超过8%，在二级市场上的年化回报率是超过15%。

讲完国内的，我们看看国外的在股市真正赚到大钱的人有哪些人。

本杰明·格雷厄姆，30年，年化收益20%

沃伦巴菲特，46年，年化收益20.3%

沃尔特斯洛斯，47年，年化收益20.09%

彼得林奇，13年，年化收益29%

戴维斯家族，47年，年化收益23%

乔治索罗斯，29年，年化收益超过30%

最成功的，也就长期20%左右，巴菲特大部分财富都是50岁以后的，这就是复利的魅力。为什么巴菲特的方法是公开的，但还是很多人达不到成为巴菲特那样成功的？因为没有人愿意慢慢变富。

全国14亿人10年就出了清华北大的7万人，金融科班出身的大学生的几十万人，股民1亿多，百万计高智商聪明人，几十万有专业金融知识的，配了无数台电脑及软件、几千万人有10多年股市经验、几百万人耗费了无数时间精力。这么多的强大因素支持，这么大的人口基数，竟然才有3个私募基金经理、4个公募基金经理长期做到了年赚20%以上。

这就说明最聪明、最专业、最有经验的一群股民10年平均年赚20点的才区区7人。这个事实说明什么，只能说长期盈利年20点比天难，把投资目标定得太高是自不量力，你不比那些几十万股市第一梯队股民更聪明、更专业。所以，千万不要以为年赚20%他是一件很容易的事。

有些不懂股市的人说，我一年就翻倍了，但是你第二年会亏钱，第五年可能就放弃而退出股市了。

一年一倍者如过江之鲫、五年一倍者却寥若晨星。时间拖得越长，你就越逃脱不了规律。

03 没有韭菜，投资还会赚钱吗?

有这么一句话：韭菜是不可再生资源。可见未来韭菜是会越来越少的。

因为一个市场里，散户投资者的数量是有上限的。每一轮牛市进来一批，最终大部分散户也都完成开户了。能活下来的散户，会更有经验。活不下来的散户，最后也不会一直在市场中进行交易的。所以长时间来看，散户的交易比例会逐渐下降。

另一方面，机构投资者的比例逐渐提高。例如MSCI纳入A股，大量A股被海外投资者买入并持有。等最终纳入进度完成，会有大约20%～30%的A股被外资持有。其中很大一部分比例都是机构投资者。

另外，A股的基金规模这几年也在迅速增大。最近两年，指数基金的规模增长速度非常快，越来越多的投资者看好指数基金品种，不再直接炒股了。

散户贡献的交易量会越来越低，机构贡献的交易量会越来越高。所以每经历一轮牛熊市，A股暴涨暴跌的特性都会减弱一些。

那么如果没有韭菜了，投资还会赚钱吗？要投资，我们必须要清楚这一点，因为这关系到投资到底是不是零和游戏，是不是值得长期投资。想一下，如果没有韭菜了就赚不到钱了，那这和赌场有什么区别？赌场就是钱的总数不会增长，你赚的钱就是别人亏的钱，这就是零和游戏。其实赌场是负和游戏，因为赌场老板还要抽佣金的。

没有韭菜，其实股票投资也是会赚钱的，因为股票是正和游戏。股票的背后是公司，而公司是会创造价值的，公司会赚钱，是有盈利的，而盈利增速就是股票收益的根本来源，所以没有韭菜，投资股票

还是会赚钱的。明白这一点，我们就安心了，只要不是赌场，那就有机会长期赚钱，所以这是一个值得去投资的东西。

事实上，当韭菜变少了，A股的波动就不会那么大了，不会像以前一样，大涨大跌，到时候，就会出现慢牛的现象。什么是慢牛呢?最好的慢牛状态就是股市每年的涨幅和当年的利润增速相差不大，跟着利润增速走，稍微比利润增速高一点就跌下去一点，跌幅也很小，而且跌得很快，几个星期或者几天就跌到合理估值了。当前A股的波动仍然是美股市场的一倍多，不过A股最终也将逐渐走向成熟市场的波动水平。这个过程，可能需要几轮牛熊市的时间，并不是短期里就能完成的。或许到那一天，A股也就真正实现慢牛了。

等韭菜变少了，甚至没有了，那投资还能赚钱吗？会的。没有韭菜，就没有了靠风赚的钱、靠情绪赚的钱而已。巴菲特说过，机构和韭菜是可以共存的，没必要互相厮杀，他们是可以实现共赢的。股票不是零和游戏，是正和游戏，投资不要害怕因没有韭菜而失去收益，记住一句话：买股票就是买公司。

04 诺贝尔奖奖金120年发不完，原因何在?

诺贝尔奖奖金又提高了！据媒体报道，2020年诺贝尔奖获得者的奖金将增至1000万瑞典克朗，换算成人民币，大约高达760万人民币！这已经不是诺奖第一次“加薪”了。1980年，诺贝尔奖的单项奖金是100万瑞典克朗，十年后的1991年，已经升高到600万瑞典克朗。此后继续一路攀升，从1993年的670万瑞典克朗、2000年的900万瑞典克朗，一直到今年的突破“千万瑞典克朗大关”。

其实，不仅是诺贝尔奖奖金做到了只靠利息就能有钱的，挪威政府也是做到了靠利息就能顾自己所有国民几辈子都花不完的钱。挪威国民，从“摇篮到坟墓”都是不断的发钱、给福利。无论是诺贝尔奖奖金还是挪威政府，都是有一样的特征：丰富的理财手段。为啥120年过去了，诺贝尔奖奖金花不完，还能一直涨涨涨？其实它做到了以下几点。

①存着本金只花利息？诺奖做到了！

很多人都有梦想：要是有一笔钱，光利息就够我花了，那该有多好！别说，天下还真有这样的“好事”，诺贝尔奖奖金就是典型代表之一。从诞生到现在，诺贝尔奖一直只把基金的利息作为奖金分给获奖者的，这也就是为什么诺贝尔奖奖金可以120年都发不完的原因。

不过诺贝尔奖也并不是一直都这么壕，在诞生之初以3000万瑞典克朗起家，也经历过捉襟见肘的艰难时期。我们可以简单算一下，诺贝尔去世时，捐赠了约3000万瑞典克朗作为“本金”。如果按照年化收益率3%来算，即便不考虑基金会运营成本，每年大概可以产出奖金约90万瑞典克朗，平均到每个奖项上就是18万瑞典克朗（当时诺贝尔奖只有5个奖项）。

事实也基本如此。诞生之初的二十年里，诺贝尔单项奖金一直在11万到15万瑞典克朗之间浮动，和现在的千万奖金相比，其实略显“寒酸”。

除了奖金金额，危机也曾经一度伤及诺贝尔奖本金。这是因为，遵循诺贝尔的遗嘱和瑞典政府的要求，诺贝尔奖奖金一度只投资银行存款和债券等安全系数高、但是投资收益率特别低的产品。

这让奖金池很容易跑输通胀，奖金一缩再缩，甚至伤及本金，大有“坐吃山空”的危险。

那诺贝尔奖奖金是如何“逆袭”的呢？1950年前后，诺贝尔基金会做出了一次巨大的改变，终于迈出“舒适圈”。从20世纪50年代起，基金会开始涉足股票、地产、对冲基金等更多投资产品，在承担了更高的风险的同时，也获得了更高额的利润回报。

那么诺贝尔基金的投资组合是什么样的呢？据网上的公开数据，在2019年，诺贝尔基金大约有一半投入了股票市场，房地产投资约10%，固收类产品（如债券）约15%，剩下的三分之一在对冲基金里。

就像巴菲特常提到的“滚雪球”概念，在稳定的收益率和时间的双重作用下，资产会呈现指数式上升，也就是前期的提高可能并不明显，但日积月累下来就会越滚越快、越滚越大。

诞生之初只有3000万瑞典克朗的诺贝尔基金会，如今已经控制了几十亿、上百亿瑞典克朗的资产规模。

如今，诺贝尔基金会继续用投资收益，负担每年的诺贝尔奖奖金。当然了，投资是有风险的，每年的“收成”也都有好有坏，诺贝尔奖奖金在近些年也有涨有跌，但总体还一直是非常优厚的。

诺贝尔的初衷是，诺贝尔奖奖金要约等于一位教授20年的薪水。在神奇的组合化投资下，他的梦想一年一年地延续了下来，在他去世后的100多年后，依然支持着全世界科学家和学者们前行。

②神奇的组合化投资

对于普通老百姓和投资者来说，诺贝尔基金的故事可以告诉我们什么呢？那就是投资组合的重要性。

在投资市场里，金融风险不可预知，建立组合化的投资结构，就非常重要了。

假如你把全部资产都“押宝”在一只股票或几只股票上，那风险其实就是非常大了，你有可能赚得盆满钵满，也有可能长期陷入亏损不能自拔。

而如果你的风险偏好很低，只愿意投资国债、银行存款等固定收益类产品，虽然亏本的可能性比较小，但收益率也很低，还有可能跑输通胀，就像前面说的早期的诺贝尔基金一样。

组合化的投资就是折中的一个明智选择。正如诺贝尔基金后来所做的，鸡蛋不应该只放在一个篮子里，你要把财富放在权益类、固收类等各种投资标的里，守住基本的收益底线，同时在有限的风险里，博取更好的收益可能，才能既满足自己的风险喜好，也能取得比较好的投资收益。

如果你建立起比较长期的组合投资计划，还更有机会把握住突然出现的黄金资本投资时机。

举个例子，如果你的资金全部“套牢”在股票市场里，那么在黄金价格飙涨时，你可能就会为要不要“割肉”而纠结，错过大好机会。

但如果采取组合投资计划，你可以随时把银行理财、货币基金等比较灵活的钱拿出来投资，抓住你看好的市场机会。

最后，在建立你自己的投资组合前，有2点非常重要：

第一，你要认清自己的风险喜好。

比如诺贝尔基金最开始只投资固定收益类产品，就是明白无论最终收益多少，都不能伤及本金。你能接受多大幅度的本金亏损？如果达到预设期限，你可否按照原计划及时止损？

再比如，如果你期待10%甚至更高的年化收益率，那么你可否承担低至20%乃至更多的亏损风险？

这都需要你坦诚地问问自己，做到真正了解自己后，再杀入残酷的市场。

第二，你要认清自己的投资目标。

就像诺贝尔基金的目标是“用投资收益发诺贝尔奖奖金”一样，你需要明确，自己本金的收益目标是什么。

另外，千万不要设定遥不可及的目标，比如整体10%以上的年化投资收益率。

另外，如果你希望自己的“雪球”越滚越大，那么你就不能将投资收益全部花光。将一部分收入补充进本金，才能让时间发挥出它的力量，感受到复利的神奇。

05 提前退休，多少钱够?

提前退休，想必是很多人梦寐以求的事，但同时很多人认为这是一个可望而不可即的事。

这就要明白一点，达到提前退休多少钱够，也可以这么说，达到财务自由，多少钱够。

那什么是财务自由呢？财务自由：持有能产生现金流的资产，并今后每年都不用上班，光靠现金流也可以覆盖家庭支出。

财务自由需要多少钱？假如一个人月最低基本生活费是2000元，那么一年就是24000元。

公式：

个人年支出＜总资产×（投资常年年收益率－年通胀率）

假如年化收益率是20%，通胀率是5%（过去通胀率大概是5%左右），那么

总资产≥24000÷15%

总资产≥16万

所以有16万元就是个人实现财务自由最少需要的钱。

如果是家庭实现财务自由呢?

公式：

年家庭总支出＜本金×（投资常年年收益率－年通胀率）

例如年家庭总支出为10万，投资年化收益率为20%，年通胀率5%则

10万＜本金×（20%－5%）

本金＞10万÷15%

本金＞66.66万，年化收益率20%要本金大于66.66万就能实现家庭总支出为10万的家庭的财务自由。

为什么减去通货膨胀？因为家庭总支出会随着通货膨胀会逐年增加，所以要把通货膨胀率减去，这样才能保证每年不会因为钱贬值而不能财务自由了。

可能有人觉得用基本生活费算太低了，很多人既想过财务自由的生活，又想过体面一点的生活，甚至认为过体面的生活才称得上真正的财务自由。有这种观点，那财务自由就很难实现了，因为人的欲望是无限的，既想活在别人眼中的体面，又想要财务自由，那恐怕，消费水平每年增长速度要超过通货膨胀率了，那不但会适得其反，达不到财务自由，反而人也活得越来越累了。

“天下英雄，入吾彀中矣！”（《唐摭言》）说的是唐太宗某次私自视察御史府，看到许多新科进士列队而出，便高兴地说：“天下的有为之士，都进入了我的圈套！”唐太宗这句话其实很有先见之明，洞悉科举考试的弊病。

恐惧和希望，让有为之士为其一生追求而一生辛劳。给有为之士希望，一定程度上消除了社会不安定因素。

自古是这样，现如今又何尝不是如此呢？

考试、学历、房子、教育、医疗、升官，都争先恐后，内卷化，每个人都在拼命，每个人都累得半死，但没有人活的快乐。到头来失

去了青春，失去了生活。

累，是因为自作自受，想要的太多，恐惧和希望看得太重了。有人会说，生活嘛就是这样的，认为生活累就是理所当然的。而我认为，这从来不是理所当然，这其实是可以改变的！

我们眼前的世界很大，自己能力很小，有些人总把欲望当理想，把希望和恐惧看得太重。生活很累不是理所当然的事，而且不是无法改变的，累，只是一种自作自受罢了。把欲望放低，把眼光放低，何乐而不为？劝君莫惜金缕衣，劝君惜取少年时。花开堪折直须折，莫待无花空折枝。

以色列著名历史学家赫拉利在《人类简史》中提出过一个观点，“快乐空调系统”，就是说不管人的欲望有多少实现了，快乐值也只会维持一个范围，不热也不冷的状态，快乐只是稍纵即逝的，维持“常温”才是长久的。欲望的简单相加不会增添一丝一毫的快乐，内卷也不会给社会的总体快乐值带来一个提升。

快乐不是欲望的简单相加，快乐可以是平平淡淡地生活维持稳定持久，也可以是不断挑战比自己能力稍高点难度的“心流”状态，抑或是放下一切所追求的佛教般快乐，也可能是马斯洛需求层次理论中说的：最高的需求就是自我实现的需求。

06 资本永无眠

资本永无眠，为什么这么说呢？因为资本是会永远跑到性价比高的有价值的资产上面去，这就引出了巴菲特的三个卖出逻辑，也是资本最好写照

①当市场整体特别高估的时候卖出

②当有好的其他品种的时候

③当所买的公司基本面变坏的时候

这就是巴菲特卖出股票的三个逻辑

当风险更低的无风险收益率高于股市投资回报率时，投资股票的性价比就不高了，股票市场离下跌就不远了。

当风险更低的贷款基准利率大于股市投资回报率时，资本也是会预测到投资股票市场的回报率不值，就会流向债券市场，股市也就会下跌了。

明白资本是逐利的，并且是看中风险收益比的，也是永远不眠的，这对我们投资决策来说很重要。

07 你方唱罢我登场

单个公司寿命其实是很短的，就连世界500强的公司平均寿命也就15年。长期来看，美股的标普500指数的成分股也是平均寿命15年，标普500指数是选出的美股最优秀的500家公司，也是如此，所以更何况是普通的公司呢？这是可以公开可查的，不是凭空捏造的。所以买个股是会面临公司倒闭的风险的，这个属于永久性风险，碰到了是会本金全部损失的。近30年来，A股各公司股票市值轮流争第一，曾经的中国石油，再后来的工商银行，再到现在的贵州茅台。行业第一也是轮流坐，就拿白酒来说，仅仅30年间，从以前的汾酒是龙头老大，再到后来的五粮液，再到现在的贵州茅台，白色家电市值前几年还是格力，现在变成了美的了。10年河东10年河西，风水轮流转，明天到我家。

由此看来，投资个股是多么的风险大，多么不稳定。这需要很强的能力圈才可以投资好个股，但是很多人的能力圈是没有这么强的，投资者更多的是普通人。有没有适合普通人的投资呢？就是能力圈不需要那么强的品种？其实是有的，比如说指数基金就是一种很好的，不需要太强能力圈的品种，这种很适合普通人投资。巴菲特也多次在公开场合推荐普通人投资指数基金，并且很容易超过大多数专业的投资者，这么好的品种何乐而不为呢？

我们把握不住个股的未来好坏，那我们就可以把整个行业买下来。比如白酒未来谁是行业龙头把握不住，我们就可以通过买白酒指数基金来把整个行业买下来，任你谁是第一，只要行业还在，收益就一直有。就算我们把握不住行业未来是否行不行，我们可以把各行各业都买下来，这就是把宽基指数基金买下来，比如买优秀的宽基指数基金沪深300指数基金。只要国运还是向上的，沪深300指数基金那就不会有任何问题。跟着国运走，你可以打败大部分做生意的、开公司的赚的收益率。

08 指数基金，安全首当其冲。

我们知道，任何投资品种，都会有一定的风险，只是风险大小的多少，以及自己风控能力大小而已，投资某个品种前，了解这个品种的风险在哪里，这是投资的第一步。

因为我们做投资盈利的前提是——不要亏损。巴菲特投资三个原则：第一不要亏损，第二不要亏损，第三牢记前两条。很多人觉得巴菲特讲这话是废话，但我觉得巴菲特讲的原则还是非常有道理的，巴菲特是一个喜欢把投资理念用比较启发人的方式来表达，不会那么具体，比如他还说过的：股票收益长期来看大致是和ROE相等的。很多话，他说得很好，是没有问题的，只是很多人没有真正清楚里面的内涵，只是听听而已，而没有真正去详细了解股神为什么这么说。任何一个领域，学习这个领域最成功的人的方法和理念是一个最快速成功的方法。牛顿说过，他只是站在巨人的肩膀上而已。继承巨人的思想，然后发展，甚至创新，是很多大师走向成功的捷径。

如果我们知道哪里会亏损，那我们不要去就好了。查理芒格曾经说过：我只想知道将来我会死在什么地方，这样我就永远不去那儿了。知己知彼百战不殆，普通人相对安全点的投资就是指数基金了，在相对安全的品种上下功夫去琢磨如何更安全，算是安全性升级了，如此，在投资的大道上，在正道的方向更明确了。那么指数基金有哪些风险呢?

①波动风险

指数基金，投资的是一篮子股票，股票有涨跌，指数基金就会有波动，只要有波动，账户就会出现浮亏的情况，所以投资指数基金，不管用什么策略，都要做好短期账面亏损的心理准备。这个心理准备多少合适呢？我们可以看看我们投资品种的历史熊市从最高点到最低点的跌幅入手，比如，沪深300历史最大跌幅是30%左右，那么我们投

资沪深300指数就要有承受30%波动的心理，没有这个心理承受能力就不要去投资沪深300指数基金了，认清这一点很重要。投资就是要严格遵守规则，严格遵守投资系统。更何况还有避免跌幅大的方法，有了心理承受能力，有了避免大跌幅的方法，这也是一种安全边际！

那怎么规避这个风险呢？

有一种好方法，那就是低估买入，长期持有，这也是巴菲特好搭档，查理芒格推崇的一种方法。低估买入指数基金，持有一年以上，大概率都是盈利的，所以耐心很重要，很多投资者亏损是因为拿的时间太短。

②品种的风险

买指数就是买国运，国家经济发展，指数就长期上涨，所以我们很幸运在中国。另外指数基金，根据投资的行业覆盖面，分为宽基和窄基。宽基呢，是覆盖多个行业的基金，比如沪深300，上证50，中证500都是A股代表性的宽基指数基金。窄基呢，是覆盖一个行业或者一个主题的基金，比如消费龙头、科技50、中证医疗，等等。

相比来说，宽基的风险比窄基小，宽基覆盖的行业多，风险分散，即使某个行业衰退，也不影响整体，而窄基，因为集中投资一个行业，主题或者概念，比较容易受到自身行业，政策的影响。所以普通投资者，可以从宽基开始。

优秀行业，主要是消费、医药、科技。像消费医药都是弱周期行业，经济下行的时候影响较小，吃吃喝喝等的生活必需品，在任何时候需求都不会有多大影响。至此，这三个行业长期理所当然也都是跑赢沪深300的。

③基金清盘的风险

如果基金的规模太小，基金公司不赚钱，就可能清盘。

基金清盘，并不是说我们投的钱就回不来了，清盘之前，会有一段时间让投资者赎回基金，如果我们不知道清盘，没有赎回，基金公司也会按照一个净值强制赎回，把资金归还给投资者，所以说基金公司或者基金销售公司就算倒闭了（基金公司比如易方达基金公司，基金销售公司比如支付宝），我们也是可以赎回的，这就是基金的没有永久性损失的优点。而单个公司是有倒闭风险的，所以个股会有永久性损失风险。

虽说基金没有本金损失的风险，但毕竟影响到我们投资。比如在基金不想卖的位置出现了基金倒闭的情况而强制赎回，从而影响自己的收益。

规避这个风险，很简单，我们选择基金规模在2亿以上的基金就好了。

知己知彼百战不殆，了解指数基金的风险，我们才能更好更安全的投资好指数基金。我们知道，指数基金本来就是一个普通人容易把控的股票类资产，再加上我们知己知彼，了解指数基金有哪些风险，从风险入手，分析解决指数基金的风险，百战不殆已。说是2.0版安全性，一点也不为过!

第二章 资产

这一章，我们会讲到各式各样的资产，及他们的历史收益情况。当下，我们应该更适合投资什么类型的资产？投资的前提我们要明白什么是资产。资产就是可以给投资者带来被动收益的东西，可以是房地产，可以是公司债券，可以是公司股权，可以是人力资产。资产是富人维持富有的关键，也是很多富人喜欢去买的东西。而消费品是穷人喜欢去买的东西。资产会增值，奢侈品会贬值。你可能会说，不是富人喜欢买奢侈品吗？其实真正的富人是更多地喜欢买资产的，而且对于富人来说，奢侈品对于他们买的资产来说，不过是九牛一毛。而对穷人来说，奢侈品、消耗品的购买，是压得喘不过气，是打肿脸充胖子。奢侈品只是很多富人讲出来的故事，只是让更多的消费者去消费的故事而已。1995年，美国一位著名战略家提出一个观点，他说，未来贫富差距会越来越大，穷人越穷，富人越富，这中间一定会有矛盾，那么怎么处理这种矛盾呢？他就提出一个方法叫“奶头乐”，他说穷人嘴巴里塞个奶头，这个奶头是什么呢？就是“娱乐业”，这些“娱乐业”就是充斥着我们生活中的各种八卦新闻、游戏娱乐、奢侈品、消费主义等。发展这些能让穷人沉迷其中，当他们被这些东西填满的时候，他们就不会思考了，贫富差距的矛盾也就没有了。想想多么可怕！

第一节 忆往昔资产峥嵘

01 股票类资产

股票类资产几乎是唯一可以战胜通货膨胀的，包括股票基金、指数基金、股票，这些都是股票类资产，《股市长线法宝》这本书中讲，股票是最近200年来收益最大的，所以要抵御通货膨胀，实现财务自由必须投资股票类资产，而更稳健的、更适合普通人投资的股票类资产就是指数基金。

在第一章中，我们从起源讲到了什么是股票，股票的本质是什么。买股票就是买公司，要投资好，就应该选对优质的企业，跟着企业一起成长，享受优质企业带来的红利，同时也是享受国家国运带来的红利。

02 债券类资产

债券类资产主要分为在证券交易所上市的债券和基金公司成立的债券基金。同股票类资产原理一样，债券是直接投资于债券，债券基金是由基金经理打理的间接买债券。同理，直接买债券也是风险要高一点的，专业性也很高，所以我们应该不要直接投资债券，而是投资债券基金品种比较好一点。可以这么说，普通人其实都是间接买了债券的，你把钱放在了银行，银行拿着你的钱其实就是大部分买了债券了。而你直接买债券，就没有了“中间商”赚差价了。

债券基金分为主动债券基金和指数债券基金。目前国内主动基金为大多数，指数债券基金比较少，而且规模不太大。指数债券基金优点和指数基金优点类似，还是投资指数债券基金好一点，不过没关系，越来越多的人看到了指数债券基金的优点，以后指数债券基金会越来越多。而且投资主动债券基金留意一点，也是不会有太大的风险。

债券其实就是个借条，当政府或者企业需要钱的时候，就会出来给大家打个借条，借条上边会写明借钱金额、利息、还款计划等内容，这些内容约定好了以后就会固定下来，所以债券又名固定收益证券。按借钱主体的不同，也划分了它是什么类型的债券，例如：国家找你借钱，就是国债。地方政府找你借钱，就是地方债。中央银行找你借钱，就是中央银行债。金融机构找你借钱，就是金融债。企业找你借钱，就是企业债。公司找你借钱，就是公司债。

债券又名固定收益证券，根据不同的借钱主体划分为不同类型的债券。

虽然债券的票面收益是提前约定好的，但实际投资回报却是浮动的。

因为债券会面临两大风险，利率风险和信用风险。

利率风险是所有债券都要面临的。如果利率上升，则债券价格下降，如果利率下降，债券价格上升。

信用风险是债券的违约风险。国债，政府债，央行票据只有利率风险，而企业债、公司债则有信用风险。

虽然债券违约风险是小的，但对于一般投资者还是要避开信用评级不好的信用债，优先选择利率债和AAA级信用债，毕竟本金安全才是第一位。

债券的体量很大，但是流动性主要集中在国债、金融债上面，信用债流动性并不好，一般投资者购买时也要优先选择流动性好的债券。

债券的风险

①利率风险

前面提到的例子中我们了解到，债券的价格是会随着利率波动的，如果持有期间需要变现，那就要承担价格波动的风险，这个风险叫利率风险。

关于利率风险，还有一个规律：购买的债券期限越长，面临的利率风险就越大。

10年期风险大于5年期，5年期风险大于1年期。而债券的票面利率也跟存款一样，期限短的虽然波动风险小了，但是利息也更少。

所以购买长期债券时，要注意利率波动的风险。

②违约风险

除了利率风险外，债券还有可能会违约，也就是违约风险。

债券就跟我们借钱一样，虽然大家已经约定好并打了借条，但是到期后可能会因为某些原因导致无法还钱了，也就意味着你的钱要不回来了。

不同主体的违约风险也是不一样的。国债相当于国家信用，基本上可以说是无风险的。

地方债相当于政府信用，虽然有隐患，但是在中国体制下也会有国家兜底，可以说风险可控。

像国债和地方债这类收益只受市场利率影响，不会受信用影响的，统称为利率债。

而公司则不同，公司风险性是很大的，万一倒闭了，钱可能就打水漂了。

所以公司债的利率一般也会高于利率债，相当于在国债的无风险利率基础上，再增加一点风险利率。

风险利率的高低取决于不同公司信用。

这类既受到利率影响又受到信用影响的统称为信用债。

大央企，信用高，风险利率也就低，发债利率象征性上调一些就好了。

小公司，信用低，风险溢价也就高，发债利率自然不会低。

对于借钱这件事，政府也是很谨慎的。债券发行时会要求信用机构进行信用评级，以提醒债券购买者风险。

但总的来说，债券违约风险还是很小的，我们可以看一组数据：

2018年，一共有125只债券违约，涉及资产1209.61亿。

2019年，一共有184个债券违约，涉及资产1494.04亿。

2020年，到现在一共有112只债券违约，涉及资产1290.56亿。

而目前存量信用债大约有50万亿，1000多亿的违约债券大约占信用债市场的0.24%，占整个债券市场的比例更是低于0.12%。

虽然债券违约风险小的，但对于一般投资者还是要避开信用评级不好的信用债，优先选择利率债和AAA级信用债，毕竟本金安全才是第一位。

债券在很多主要大国，包括中国，都是比股票更重要的金融产品，即使像美国股票市场这么发达的国家，债券规模也是要大于股市的。中国债券总市值是股票市值的1.9倍，日本的债券总市值是股票的2.3倍。

不同债券的流动性是不一样的，利率债的换手率要远高于信用债。一方面是因为利率债体量大，参与的机构多，很多机构缺钱的时候就拿利率债换现金。而对于信用债，特别是评级较低的信用债，流动性是很差的，想买想卖都比较难。所以在投资的时候也应该避开流动性不好的债券。

债券基金的分类。A股的债券基金，主要是指纯债基金和混合债券基金。

①纯债基金

纯债基金主要是投资债券，按照投资债券平均期限的长短，可以分为：

中长期债券基金短期债券基金

不管是哪一种，都是只投资债券的。

过去A股大部分都是中长期债券基金，短债基金其实数量很少，老牌的只有嘉实超短债和大成景安短融。

后来因为货币基金受到限制，短债基金火了起来。最近一两年，市场新增了很多短债基金，例如平安短债、易方达安悦超短债等。这些品种大同小异。

②混合债券基金

混合债券基金里的「混合」，意味着它除了投资债券之外，还可以投资一部分股票。

混合债券基金，分为一级混合债券基金和二级混合债券基金。

不过目前一级债券基金品种比较少了，主要是二级混合债券基金。二级混合债券基金持有大部分债券和少部分股票，这些股票是直接去股市里买的。

③债券指数基金

还有一类债券基金，是最近几年兴起的债券指数基金。

过去，指数基金主要是股票基金，债券指数基金比较少，而且国内的债券基金也基本上都是主动基金。

不过最近几年，由于指数基金规则透明、费率低等特点，吸引了债券指数基金开始兴起。大部分债券指数基金，都是最近两年成立发行的。

债券指数基金的投资者，主力不是散户，而是银行等大型机构。

公募基金产品享受更低的增值税等政策，使得银行投资债券指数基金比银行自己配置债券、自己自制一个指数费用更低。债券指数基金最近一两年数量和规模有了爆炸性增长，也有这方面的原因。

以前主动债券基金，普遍的基金管理费率在1%/年左右，而债券指数基金管理费率在0.3%/年左右，甚至更低的都有。

我们普通投资者是搭了顺风车，顺便享受到了这些好工具。债券指数基金，是属于纯债基金范畴的。

目前国内有1500多只债券基金。中长期纯债基金是数量最多的，占到了65%。其次是二级混合债券基金，大约是20%。短债基金和债券指数基金占比分别不到10%。不过债券指数基金的数量和规模增长非常迅速，大有后来者居上的势头。

那我们投资债券基金，主要是选择哪一类呢?

投资债券基金，主要是纯债基金，包括短债、长债、债券指数基金。

纯债基金主要是挑选一些老牌、费率低廉的品种即可。

债券指数基金最近一年新成立了一大批产品，等这些基金追踪没啥问题了也会一一分析一下。

那么，如何判断债券基金的整体投资价值呢?

通常来说，债券基金的投资价值，跟市场无风险收益率的高低有关系，也就是说跟十年期国债收益率的高低有关系。

比如说十年期国债收益率处于高位的时候，通常债券基金整体也是处于值得投资的阶段。

十年期国债收益率大于3.5%，我们可以考虑长债基金。十年期国债收益率3%～3.5%之间，我们可以考虑短债基金、银行理财。十年期国债收益率小于3%，我们可以考虑货币基金、银行理财。不过，这是一个大致的判断标准。具体选择每一类基金品种，还是要从一堆基金中进行挑选

债券相信很多人都听说过，但绝大部分人都没接触过，对它的了解程度远不如股票和基金。

少部分了解过的人，可能又认为债券是一种很鸡肋的东西。例如目前中国十年期国债的收益率大概是3.2%左右，也就跟存个余额宝差不多。

追求高收益可以去买股票和基金，追求稳健可以存余额宝或者购买银行理财，何必再花更多精力去投资债券这种高不成低不就的产品？原因是债券对于股票具有减震作用。

03 货币类资产

巴菲特的好朋友，查理芒格，在20世纪70年代美股漂亮50崩盘里损失惨重，到1974年的时候几乎损失了一半的钱。当时可以说是美国二战之后，股票市场最惨淡的时候。当时“指数基金之父”约翰博格原本希望在市场比较好的时候成立新公司，但是不幸的是，公司刚成立，就遭遇了市场大萧条。

当时，约翰博格旗下的基金连续80个月资金净流出，也就是说，基金规模在不断缩小。而且新投资者的数量也严重减少。

当时大家普遍都很担心，独一无二的先锋领航基金公司，能不能撑得过这个时间段。幸运的是，先锋领航因为一个品种，迎来了转机。这个品种，就是当时诞生不久的货币基金。

像很多人熟悉的余额宝这样的就是货币类资产，货币类资产流动性很好，随存随取，几乎没有风险，但是收益很低，货币类基金在中国所有基金中规模是最大的，相比于美国，中国股票基金规模占比很低。货币类资产开始在中国流行起来是从2014年开始的，那时候货币类资产收益很高，最高时达到了7%左右。但货币类资产一般很难长期维持这么高的收益率的。

04 其他资产

房地产、黄金、货币，出现得比股票类资产、货币类资产、债券类资产要远远早很多。像中国古代，很多人就会投资房地产资产了。最近30年中国经济高速发展，房地产资产的收益自然也是毫无意外搭上了顺风车。很多人认为房地产是收益最高的投资，股票市场不会有人赚钱。其实在《股市长线法宝》一书中就统计过，近200年收益最高的资产就是股票类资产，连房地产平均收益都不如股票类资产的收益。其实不仅是过去200年，近30年，中国股市投资回报率也是大于房地产回报率的。就比如说上证指数从30年前的100点上涨到了现在的3000点左右，年化收益率其实是达到了12%左右的，这还是不规范的上证指数，如果是换成沪深300的话，收益是更高的。而同期的房地产收益，最好的城市年化收益也就平均9%左右。

黄金这类资产的话在过去200年也最多就是刚好抗通货膨胀而已。

货币更不用说了，一直存着的话，是会不断被通货膨胀侵蚀的。

还有一种资产也是可以抗通货膨胀的，那就是人力资产，提升自己，努力学习，就是在投资人力资产，工资会随着你的技能提高也是会涨的，由此也可以对抗通货膨胀。

05 最近200年什么资产收益高

最近200年什么资产收益高，这是一个我们值得参考的，能够穿越200年保持收益最高，这无疑是值得去投资的资产。在《股市长线法宝》一书中统计了这些数据

1.1802年以来的资产回报率（扣除通货膨胀）

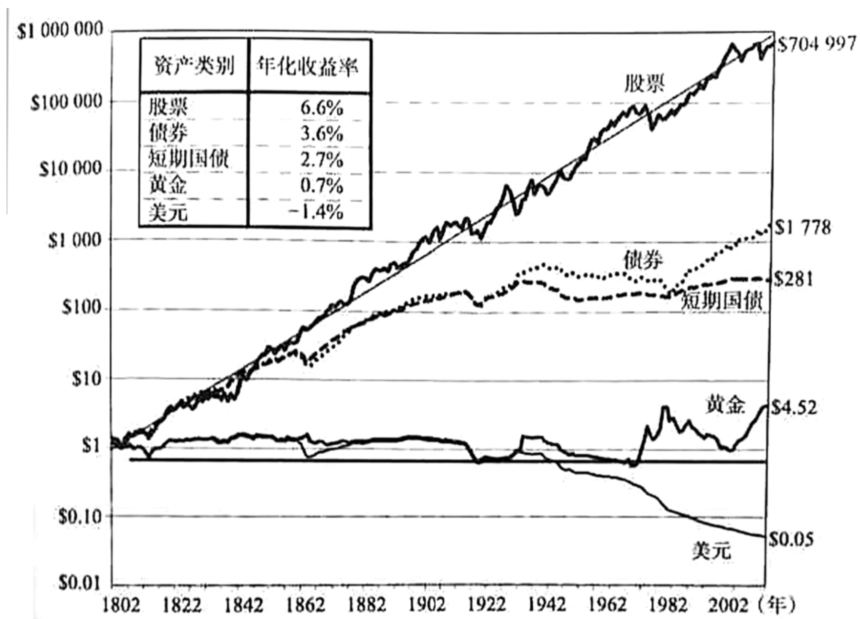


图2-1 美国股票、债券、短期国债、黄金及美元在1802—2012年的真实总收益

图2-1是本书最重要的一张图。该图对一个虚拟投资者的1美元投资在两个世纪所产生的真实（去除了通货膨胀的影响）财富进行了逐年跟踪，这1美元分别投资于股票、债券、短期国债、黄金以及美元。我们将这些投资的收益称为真实总收益，它包括投资所获收入（如果有的话）及资本利得或资本损失各项指标均以不变购买力表示。

图2-1还列示了这些资产类别的年复合真实收益率。在210年的股票收益率中，一个充分分散的股票投资组合的年平均真实收益率为

6.6%，这意味着，平均而言，在过去的两个世纪里，一个分散化了的股票投资组合（如指数基金）的购买力大约每隔10年就翻一番。

而固定收益投资的年平均真实收益率则大为逊色：长期政府债券的年平均真实收益率为3.6%，而短期债券的年平均真实收益率则只有2.7%。黄金的年平均真实收益率只有0.7%。从长期来看，黄金的价格一直高于通货膨胀率，但只是略高一点。自1802年以来，美元的购买力平均每年下跌1.4%，但自二战以来，美元的贬值速度开始大幅增加。

2.1802年以来的资产回报率（未扣除通货膨胀）

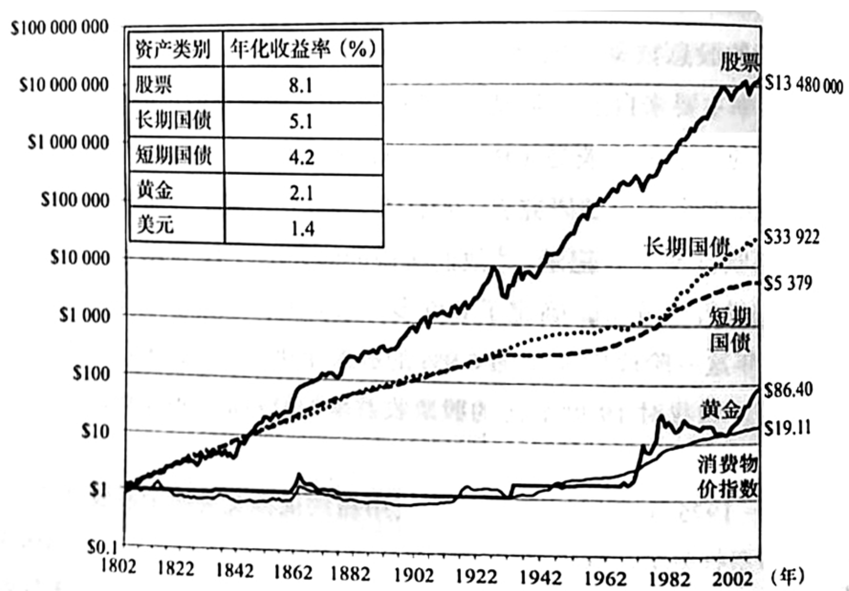


图2-2

图2-1显示的是这些资产的走势。该图显示的是1802—2012年，股票指数、长期国债、短期国债、黄金与商品价格的总体名义（为经过通货膨胀调整）收益率。总体收益率包括资产价值的变动与利息或股息之和，并假定随着时间的推移，这些现金流会自动在这些资产上进行再投资。

显然，股票的总资产收益率在过去的两个世纪中远高于其他资产。1802年将1美元投资于一个按市值加权的投资组合中，并且将股息再投资，这一投资组合到2012年年底的价值将增长至1350万美元。

即使经历了1929年股市的大崩盘，整整一代投资者因此而远离股市，它对股票指数总体收益率也没产生多大影响。那些让股票投资者望而生畏的熊市，在股票收益率一路高歌的背景下也显得黯然失色。

3.股票溢价

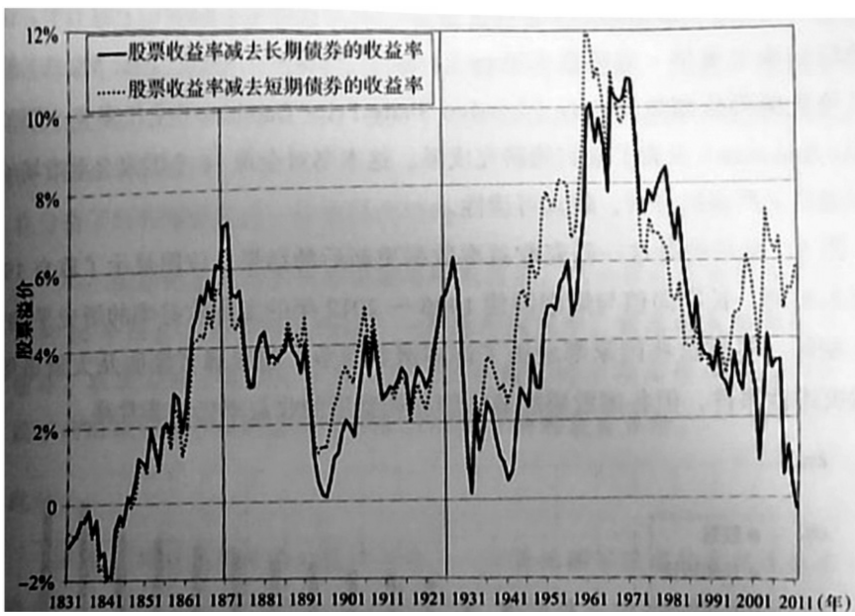


图2-3 股票溢价：股票与长期债券30年期收益率之间的差异；股票与短期国债收益率之间

表2-1 股票、黄金的实际收益率与通货膨胀（1802—2012年）

		名义总收益		名义资本增值率		股息	实际总收益		实际资本增值率		黄金的	通货
		收益率	风险	收益率	风险	收益率	收益率	风险	收益率	风险	实际收益率	膨胀率
	1802～2012年	8.1	17.6	2.9	17.2	5.1	6.6	18.0	1.5	17.4	0.7	1.4
	1871～2012年	8.7	18.9	4.1	18.4	4.4	6.5	19.1	2.0	18.5	1.0	2.0
主要阶段	Ⅰ 1802～1870年	6.9	14.5	0.4	14.0	6.4	6.7	15.4	0.3	14.8	0.2	0.1
	Ⅱ 1871～1925年	7.3	16.5	1.9	15.9	5.3	6.6	17.4	1.3	16.9	-0.8	0.6
	Ⅲ 1926～2012年	9.6	20.3	5.5	19.6	3.9	6.4	20.2	2.5	19.6	2.1	3.0
	1946～2012年	10.5	17.5	6.8	16.9	3.5	6.4	17.8	2.9	17.2	2.0	3.9
战后各时期	1946～1965年	13.1	16.5	8.2	15.7	4.6	10.0	18.0	5.2	17.2	-2.7	2.8
	1966～1981年	6.6	19.5	2.6	18.7	3.9	-0.4	18.7	-4.1	18.1	8.8	7.0
	1982～1999年	17.3	12.5	13.8	12.4	3.1	13.6	12.6	10.2	12.6	-4.9	3.3
	2000～2012年	2.7	20.6	0.8	20.1	1.9	0.3	19.9	-1.6	19.4	11.8	2.4

注：1. 实际收益率＝复合年收益率；2. 风险＝算数收益率的标准差。

表2-2 债券的实际收益率与通货膨胀率（1802—2012年）

		长期国债					短期国债			通货膨胀率
		票面利率	名义总收益		名义资本增值率		名义利率	实际总收益		
			收益率	风险	收益率	风险		收益率	风险	
	1802～2012年	4.7	5.1	6.7	3.6	9.0	4.2	2.7	6.0	1.4
	1871～2012年	4.7	5.2	7.9	3.0	9.3	3.6	1.6	4.4	2.0
主要阶段	Ⅰ 1802～1870年	4.9	4.9	2.8	4.8	8.3	5.2	5.1	7.7	0.1
	Ⅱ 1871～1925年	4.0	4.3	3.0	3.7	6.4	3.8	3.1	4.8	0.6
	Ⅲ 1926～2012年	5.1	5.7	9.7	2.6	10.8	3.6	0.6	3.9	3.0
	1946～2012年	5.8	6.0	10.8	2.0	11.5	4.3	0.4	3.2	3.9
战后各时期	1946～1965年	3.1	1.5	5.0	-1.2	7.1	2.0	-0.8	4.3	2.8
	1966～1981年	7.2	2.5	7.1	-1.2	8.1	6.8	-0.2	2.1	7.0
	1982～1999年	8.5	12.1	13.8	8.5	13.6	6.3	2.9	1.8	3.3
	2000～2012年	4.5	9.0	11.7	6.5	11.6	2.2	-0.2	1.8	2.4

注：1. 实际收益率＝复合年收益率；2. 风险＝算数收益率的标准差。

股票相对于债券（长期或短期债券）的超额收益被称为股票风险溢价，或简称股票溢价。

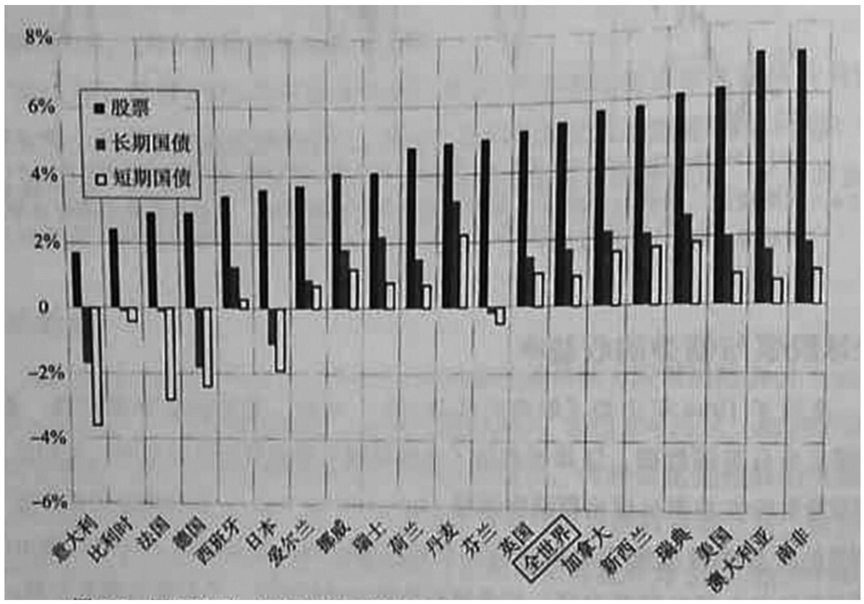
如表2-1所示，我们既可以用历史数据，又可以用预测数据来计算股票的溢价，计算依据是债券的当期收益率与股票的估值。

从表2-1与表2-2中减去股票与债券的收益率之后，你会发现在全部210年中，平均而言，股票相对于长期国债的溢价为3%，相对于短期国债的溢价为3.9%。

由于长期债券在过去的30年里的超常收益，股票相对于债券的历史风险溢价降至零附近。但由于长期债券的预期实际收益率下跌得非

常厉害，股票在2013年年末的预期风险溢价非常高。如果股票的预期收益率与历史平均水平相同，股票在2013年的预期风险溢价将为6%，或是更高。

4.全球股票与债券的收益率



在作者于1994年出版《股市长线法宝》一书时，有些经济学家问作者，本书的结论来自美国数据，这是否高估了全球范围内的股票历史收益率?

他们认为，美国股票的收益率呈现出存活者偏差。这种偏差的成因在于，股票的收益率数据来自美国这样的成功股票市场，但是忽略了一些徘徊不前，甚至消失了的股票市场，如俄罗斯与阿根廷的股市。存活者偏差表明，作为一个绵延200多年，从一个英国的小殖民地成长为全球最大的经济体，美国股票的收益率过于独特，与之相比，其他国家的历史收益率应该较低。

股票实际收益率的分布范围，从最低的1.7%（意大利）到最高的7.2%（澳大利亚与南非）。尽管美国股票的收益率也不错，但远谈不上出类拔萃。这19个国家股票收益率的简单算术平均值为4.6%，在

1900年将1美元投入每个国家股票收益率较低的国家的固定收益证券的收益率同样较低，因此，股票相对于长期国债的风险溢价平均为3.7%，相对于短期国债的风险溢价平均为4.5%，这些数值实际比美国要高。

股票的表现优于长期国债与短期国债，这一理论在美国之外的其他16个国家中也得到了验证，在每个国家中，股票的表现都优于债券。在过去整整101年里，只有两个国家的长期国债市场与一个国家的短期国债市场的表现曾经超过股票市场的最差业绩。

此外，尽管美国与英国股票的表现更佳，但其他国家股市的表现也毫不逊色，至于成功者及存活者偏差问题，尽管这一问题有一定的代表性，但它毫无疑问地被夸大了，而且，投资者实际上也没有被美国的问题所误导。

国际股票的收益率

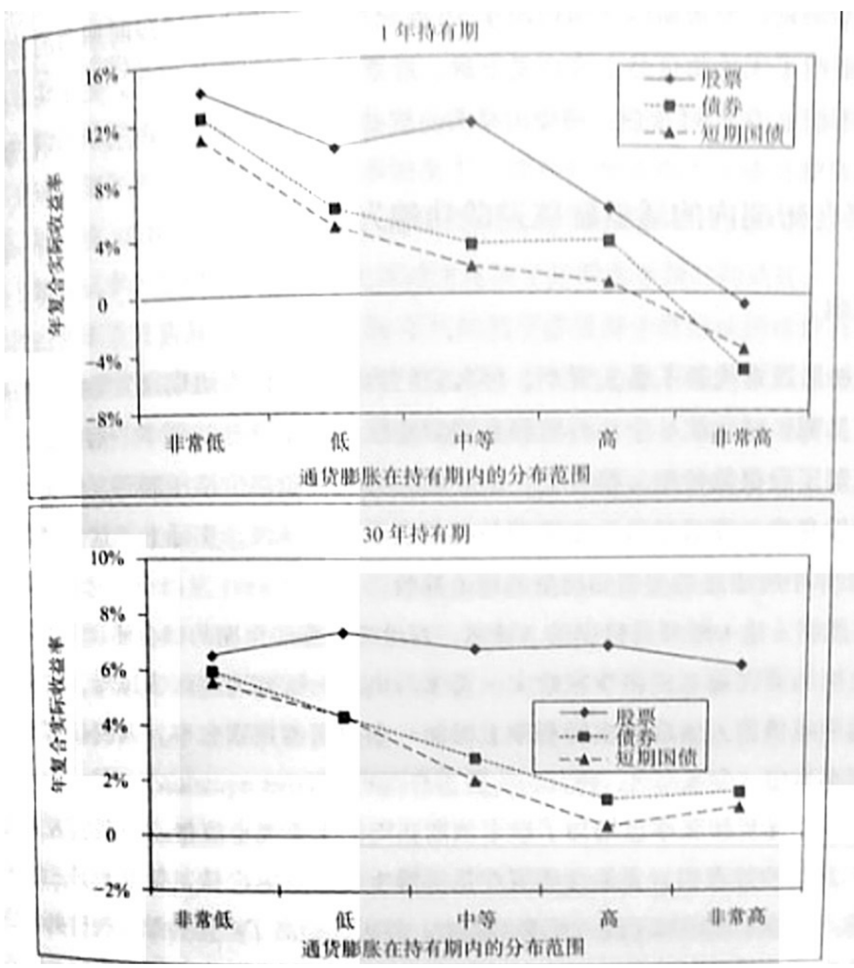
国际股票在1970—2012年以美元计值的收益与风险

国家或地区	以美元计值的收益率		国内市场风险	汇率风险	全部风险	相关系数
	1970～2012年	1988～2012年				
全球	9.39%	7.23%	17.48%	4.79%	18.17%	87.50%
欧澳远东地区	9.74%	5.49%	20.00%	9.62%	22.61%	65.27%
美国	9.63%	9.83%	17.80%	—	17.80%	—
欧洲	10.33%	8.83%	20.73%	10.75%	22.13%	76.06%
日本	9.15%	-0.14%	28.08%	12.52%	33.29%	35.19%
新兴市场	—	12.73%	68.77%	17.87%	35.89%	52.37%

投资者在美国股市的年复合收益率为9.39%，欧澳远东地区（EAFE通常指非美发达国家）的收益率略高一点，为9.74%，在此期间，欧澳远东地区与美国股市收益率之间的相关系数为65%，这意味着，一个包含80%的美国股票与20%的EAFE股票的投资组合的风险系数为0.175，这一数值比单独持有美国股票投资组合低2个百分点。

自1970年以来，欧洲市场的收益率略高于美国，而日本的收益率略低。新兴市场总体的收益率数据可回溯至1988年。在此期间，新兴市场的年收益率为12.73%，这一数值比美国股市收益率高出近3个百分点，而美国股票收益率与新兴市场股票收益率的相关系数要小于EAFE股票收益率的相关系数。值得注意的是，自1988年以来，EAFE国家的收益率落后于美国股票的收益率，这几乎是日本的责任，因为日本的收益率在1988—2012年一直为负。

5.股票作为通货膨胀的套期保值工具



数据表明，在短期内，无论是股票、债券还是短期国债都无法有效地对冲通货膨胀风险。在通货膨胀较低时，这些金融资产的短期实际收益率是最高的，其收益率随着通过膨胀率的增加而下降。但从长

期来看，股票的实际收益率实际上不受通货膨胀的影响。另外，债券收益率在长期内远远落后于股票收益率。

将你的预期收益与收益率的历史水平保持一致，在过去的两个世纪中，剔除通货膨胀因素以后的股票收益率介于6%～7%，平均市盈率大约为15倍。

股票的长期收益率比短期收益率更稳定。与债券不同，股票长期投资可以弥补投资者因高通货膨胀而遭受损失。因此，随着投资期限的延长，股票在投资组合中的比率也将不断扩大。

股票投资组合中配置比例最高的资产应该是低成本的股指基金。

至少将股票投资组合中1/3的资金投资于国际股票，即总部设在美国以外的公司发行的股票。高成长国家的股票价格通常被高估，投资者只能获得较低的收益。

从历史上看，与成长性股票相比，那些低市盈率、高股息的价值型股票的业绩更好，风险也更低。按照价值型投资策略构建投资组合：买入价值型股票指数投资组合，或是持有基本加权型指数基金。

通过制定严格的投资规则来确保自己的投资组合步入正轨，尤其是当你发现自己时常被情绪所左右的时候。

第二节 不上班也有钱难吗?

01 财务自由的概念

财务自由就是持有能产生现金流的资产，并今后每年都不用上班，光靠现金流也可以覆盖家庭支出。就是不工作也能有现金流够生活支出，且不会因通货膨胀而不够生活支出。

02 需要多少钱

财务自由需要多少钱呢?

年家庭总支出＜本金×（投资常年年收益率－年通胀率）例如年家庭总支出为10万，投资年化收益率为20%，年通胀率5%则

10万＜本金×（20%-5%）

本金＞10万÷15%

本金＞66.66万，年化收益率20%要本金大于66.66万就能实现家庭总支出为10万的家庭的财务自由。

为什么减去通货膨胀？因为家庭总支出会随着通货膨胀会逐年增加，所以要把通货膨胀率减去，这样才能保证每年不会因为钱贬值而不能财务自由了

03 通货膨胀

经济学上讲，通货膨胀就是流通中的货币大于实际需要的货币，就会引起通货膨胀。而国家经济稳定的发展是需要一定的通货膨胀的，过去几十年，我们国家几乎每年都会有通货膨胀。其中奢侈消费品的通胀率平均每年高达7%左右，基本生活用品的通胀率平均每年也有3%左右。20世纪80年代的1万元相当于现在的1000万了，翻了1000倍左右，想想，这要是放在银行是多么恐怖。

可见通货膨胀会侵蚀掉财富的，所以抗通胀是必须的。

第三节 优秀的篮子

01 基金

①概念

我们可以把基金想象成是一个篮子，里面可以放很多东西，放很多的股票，就是股票基金，大部分放债券就是债券基金，放短债、银行理财、现金就是货币基金，放基金就是基金中的基金，放etf就是etf联接，等等。总之无所不包，无所不放。

余额宝、养老金、社保基金都是常见基金

种类：公募基金，私募基金，社保

②我们为什么选基金

1.有专门经理2.基金可以分散风险3.不必频繁操作

③最常用三类基金

1.货币型基金：代表：余额宝，风险低、收益低、流动性好

2.债券型基金：含80%以上债券的基金，含国债，企债等。特点：收益中等，风险中等

3.股票型基金：含80%以上股票的基金，风险高，收益高

④不同基金的收益与风险

1.货币基金：收益2.5%左右，风险是基本不亏，流动性随存随取。

2.债券基金：收益6.4%左右，风险中等，流动性半年为宜。

3.股票基金：收益14%左右，风险短期波动大，流动性3～5年为宜。

02 常见基金类型

①宽基指数基金

十只以上成分股，不限制成分股所在的行业

常见宽基指数：市值加权型，策略加权型

特点：宽基指数基金覆盖全部行业，稳定性好，生命性强

②行业指数基金

十只以上成分股，限制成分股所在的行业

③市值加权型指数和策略加权型指数基金

1.市值加权型：选股规则按市值，加权规则是市值大，则占比大

2.策略加权型：分类：等权重，红利类，基本面，价值，低波动

3.对比：市值加权更稳健，规模大，策略加权型，小而美

4.选择：首选 宽基＋市值加权/策略

次选 行业＋市值加权/策略

03 基金对比股票的优点

基金和股票有啥区别？能不能用投资基金的方式，去投资股票呢？

其实从低估基金重仓股中选股，也是一个不错的思路。那买股票和买基金，有什么不同呢？其实是有不同的。股票的风险更高，基金的风险更低。

理论上，基金也是一篮子股票。相对于个股来说，基金可以帮助我们避免个股经营上的一些风险，避免买入垃圾股票，更加适合普通投资者进行投资。

买股票，就是买公司。我们买到的是一家家正在经营、不断赚钱的公司。

买了股票之后，我们就是它们的股东了。公司赚钱，长期看我们也就赚钱。这个赚的钱，有两种方式能够传递给股东。

第一种方式最直接，就是股票分红。

第二种方式间接一些，是比较效应。

比如说，一个公司如果一年稳定盈利100万，市场当前给它的出价是800～1200万左右。

如果同样一个公司，一年稳定盈利变成了200万，那它的价格就绝对不是800～1200万了，很可能会变成1600～2400万。

公司赚得越多，这个公司要卖的时候，开价自然也会越高。这也是一个常识。所以长期看，如果公司能赚越来越多的钱，它的分红会增长。

通过比较效应，它的价格也会增长。不过前者比较直接，后者没那么直接。

假如一个朋友跟你说，现在有一个公司，每年亏钱，你要不要?

你肯定会比较担心，连年亏钱，还卖给我干啥。但是放在股票市场里，就有很多股票是亏损的，但是它们很神奇得还可以被炒作。A股有不少公司，赚钱很少，甚至是亏钱的，但不妨碍股价被爆炒。这是为什么呢？因为股票市场，有交易的因素在里面。股票市场是个很神奇的地方。

因为股票开户门槛低，所以这里面什么样的投资者都是有的。大家还记得以前核泄漏的时候，很多人疯狂地去超市囤积食盐，甚至一包盐被炒作到几十元。其实一包盐的价值大家都知道的。但是通过交易和炒作，就可以把价格远远的炒作到超过它自身的价值。

这就是交易的神奇之处。

放在股票市场上，很多人就是看短期涨幅来炒股的，挑短期涨得多的股票来买，不管背后的公司有没有价值。

不过只要我们从现实世界商业的角度出发来看待它，很容易就能避开这一陷阱。

买股票就是买公司，一个亏损或者比较垃圾的公司，短期炒作得再高，也不值得去投资。

但是，一家公司是不是垃圾公司，也是需要我们辨别的。如果没有能力识别，该怎么办呢?

第四节 2.0版篮子

01 指数基金

①概念

指数基金就是一种特殊的股票基金，追踪指数，被动型。它的特点是：根据指数，复制指数，无人为干扰，透明，规则清晰

股票基金：由基金经理选股，主动型

②指数基金优势

a.长生不老：吸收新公司且不亏损公司，替换老公司或亏损公司的方法

b.长期上涨：GDP增长率是市场总指数上涨的内在动力，GDP是所有公司水平，上市公司是优秀公司，所以理论上指数盈利增长率大于GDP增长率，综合看和国运基本一致

c.费用低廉

③、买指数基金和买个股有什么区别

区别1：指数基金寿命超长，个股平均15年

区别2：指数基金不存在黑天鹅，个股会出现黑天鹅

区别3：指数基金可规避永久损失风险，单个公司可能倒闭会有永久损失风险

区别4：指数基金获取个股平均收益

④、投资指数基金，了解基础知识

a.基金代码，a股：6位数 港股：5位数

美国：3～5个英文字符

b.基金净值：与投资价值无关

02 常见指数基金及类型

常见的指数基金有哪些呢?

首先我们了解什么是指数点，指数点就是价格加权平均值，了解一篮子股票平均变化的作用。

上证50：主要是大型企业，上证交易所上市的市值前50家公司组成成份股的指数，上证50指数基金，就是跟踪上证50指数的基金，买的成份股也是上证50指数的成份股

沪深300：大中型企业，特点是规模大，费率低，追踪接近。在沪深两市交易所按市值排名选出300家公司组成的指数，沪深300指数基金就是跟踪沪深300指数的基金。

中证500：中小型企业

红利指数：股息率高的股票组成，红利：高分红企业

还有一种宽基指数基金就是根据策略因子规则组成的指数基金，比如有价值策略的价值50，基本面策略的基本面50，质量因子的msci质量指数基金，红利因子的中证红利指数基金，还有价值+质量组成的指数基金，价值+红利组成的指数基金，等等。什么是策略因子，后面会详细讲到。

还有行业指数基金，比如跟踪医药行业的中证医药行业指数基金，跟踪消费行业的中证消费指数基金，跟踪可选消费行业的中证可选指数基金，跟踪金融行业的中证金融指数基金，等等，以此类推还有中证信息，中证工业，中证能源，中证材料，中证电信等。这些后面的都是没什么基金或者规模不大的基金，因为这些行业都是活得比较差的行业，所以成立的基金比较少，基金成立比较多的行业一般就是消费、金融、科技、可选消费、医药，这些优秀行业。这些前面带

中证的都是从中证800指数成分股里面相关行业成分股组成的指数，比如中证消费，就是从中证800指数里所有属于消费行业的取出来组成中证消费指数。

恒生：香港大型企业

H股：香港上市内地企业

联接基金：从场外联接场内的基金

蓝筹股：规模大，有影响力的公司

场内就是在证券交易所上市的基金，比如沪深300ETF就是场内基金，场内基金可以用股票软件买卖，例同花顺。场外就是不在证券交易所上市的基金，只是第三方公司成立的基金，可以用平台软件买卖，比如支付宝、天天基金。

03 指数基金之于其他品种的优点

前面我们也说到了，最近200年资产收益最高的是股票资产，而指数基金也是属于股票类资产，所以投资指数基金长期收益还是很可人的。很多人之所以喜欢投资指数基金，除了股票资产本身长期收益高之外，不同投资者喜欢指数基金的原因五花八门。

但是其中最主要的三个原因，这三个原因是指数基金之于其他品种更有优势的。分别是，规则清晰透明、费用低、长期上涨。

①清晰透明

其实国内的公募基金，并不会公布自己实时持有的股票品种、投资的实时变化情况等信息。即使是我们平时投资的指数基金，通常也是在年报中才会披露自己的详细股票持仓。

但是，指数公司是有披露指数的数据的。比如说一个指数按照什么规则选股，持有哪些股票，下一期股票什么时候调整，等等，都可以在指数网站或者金融终端里查询到。

指数基金追踪指数，我们明白了指数的持股、估值等情况，也就知道了指数基金的情况。

如果指数有投资价值，那么只要对应的指数基金的追踪没啥问题，对应的指数基金也是大概率有投资价值的。

正是因为透明这种特性，指数基金会让投资者更加放心。

比如说一只主动基金，投资者不知道基金投资的是什么股票，那么这只基金为何表现好或者为何表现不好，其实很难清楚的说明原因。

但指数是说得清的。这个指数投资了什么股票，用了什么策略，投资者是比较清晰的。

我们普通个人投资者，也要对自己的投资负责，一个透明的品种，投起来更放心。

②低成本

指数基金的第二个好处是低成本。这要感谢“指数基金之父”约翰伯格，是他毅然决然砍掉了昂贵的基金手续费。

低成本是保证指数基金规模增长、长期超过其他品种的核心因素。

道理很简单。

A：所有的股票，被所有的投资者持有。

B：所有的股票，共同构成了一个全市场指数。那么所有股票的收益，就是这个全市场指数的收益。

C：如果不考虑任何成本，应该成立的是：所有投资者的收益=所有股票的收益=全市场指数的收益。

但在现实世界里，我们买卖股票的时候是有成本的。比如我们需要交纳一些交易费用、管理费用、税费等，这些构成了我们投资的成本。

所以，把投资成本考虑进来之后，所有投资者的收益=全市场指数的收益－交易成本。

从这里就可以看出，哪一类投资品种的成本低，哪一类品种就能长期跑赢市场上其他的高成本参与者。

举个例子，大家都是在一个商场买东西，但有的人是原价买，有的人有会员卡可以每次98折买。时间长了，肯定是后者更省钱。

而指数基金整体的成本，在所有品种里是比较低的。

指数基金就是一个始终拿着打折卡，在市场里买股票的品种。

目前指数基金的管理费率，普遍在0.5%/年，低的在0.15%/年；而主动基金的管理费率却是在1%～2%/年。散户频繁地买卖股票，交易成本甚至比主动基金还要高。

所以时间越长，低成本的指数基金在全部参与者中的占比就会越来越高，规模越来越大。

以美股为例，美股主动基金的诞生比指数基金早好几十年。但在最近，美股指数基金的总规模已经跟主动基金的总规模持平了。

在A股，也将会是如此，这是一个不可逆转的大趋势。

③长期可靠

指数基金的第三个好处经常被忽略，那就是，指数基金本身长期可靠，并且学习成本低。

主动基金经理会跳槽，或者有自己的职业规划。

比如说彼得林奇，他是跟巴菲特齐名的投资大师，在职的时候，创下了惊人的投资回报率。

但彼得林奇也是以工作拼命著称，退休之后，他之前的麦哲伦基金，收益就没那么显眼了。

然而，指数是不会退休的。指数具有长期上涨，新陈代谢的功能，也不会因基金经理的退休或主动离职而影响指数基金。

它就是个规则，不要工资不需要休息。

指数基金更换基金经理，对指数基金的收益没啥影响。换了新的经理，也是按指数规则来挑选股票，长期可靠。

正因为指数基金这个品种长期可靠，所以我们对它的学习成本也更低。

其实在投资某一个品种之前，我们是需要学习的，没有人敢轻而易举就把自己的身家放在一个不熟悉的基金上。

但是我们学习一个投资品种，从开始接触、了解到最后放心地去投资它，都是需要时间成本的。

如果我们是投资主动基金，经过一段时间学习，了解了这只基金的基金经理的投资风格，投资了一段时间。但是之后如果这只基金更换了基金经理，那我们就又得花很长的时间，才能重新了解新的基金经理的投资逻辑和体系。

有的时候，即便了解了基金经理，后期基金经理也可能会有自己的职业规划，比如说跳槽或者退休，投资者无法再继续跟随基金经理进行投资。

相比而言，投资者对于指数基金的学习成本就比较低了，这也是指数基金的优势。

比如说我们经过一段时间的学习，掌握了300、500、红利、价值等指数，了解了他们的特性和投资方法，一次学会之后，在未来的几十年里都是可以一直使用的。

指数的规则很少变化，而且投资时间越长，我们对指数基金的特性越了解，我们的投资经验还可以复利积累。

透明、长期可靠、投资成本低、学习成本也低，拥有这么多的好处，指数基金受欢迎也就不足为奇了。

指数具有新陈代谢功能，定期剔除坏公司，纳入好公司。指数基金的好处就在于此。

它提供了一个低门槛的工具，可以分散配置一篮子股票。指数里就没有垃圾股了吗？其实也不是，哪怕是指数，也会有垃圾股、老千股。

甚至像以前上证50、沪深300指数里，也出现过一些垃圾股。但是指数本身比较分散，单一垃圾股不会影响指数的整体。并且，指数还具有很强的纠错能力，会通过定期的调仓换股，定期剔除出垃圾股票，纳入新的更好的股票。这就是指数的新陈代谢功能。

自己买股票，需要有能力先挑选出好公司，才能进一步投资。而买指数基金，指数会帮我们做好这一步。所以如果是没有选股能力的普通投资者，指数基金是更稳妥、更可靠的选择。这也是为何巴菲特多次在公开场合给普通投资者推荐低成本指数基金的原因。

04 如何挑选指数基金

①指数基金有两种交易渠道

1.场内：就是利用证券交易所交易，用证券账户在股票软件里交易。优点：交易和股票一样，交易成本低，管理费率低。缺点：通常规模没有场外大，适合小资金投资。

2.场外：基金平台交易。优点：通常规模大于场内，适合大资金投资。缺点：交易成本和管理费率相对场内高

用银行申购不打折，用网络平台打折手续费，例：支付宝、同花顺

②基金场外交易规则

15点前申购/赎回，按当天收盘价格

15点后申购/赎回，按下一个交易日收盘价格

尽量选择交易日的交易时间内交易

③如何买场外基金

准备基金账户，找到想买入的基金，购买基金，输入申购金额

④如何买场内基金

准备证券账户，将资金转到证券账户，找到想买入基金，买入基金

⑤什么是定投

定期，定额或不定额买入

⑥如何制定定投策略

1.选一个固定时间

2.必要条件：3～5年以上不会用到的钱

3.每月定投金额：（每月收入－每月开支）/2

4.何时开始定投指数基金：价格低时买

5.比无脑定投更好策略：低估时买，高估时卖

不过这个方案风险很低，有没有什么潜在的风险呢？我们如何应对这些风险呢?

大部分品种会有一些共同的风险，比如说波动风险。不管是投资债券基金、股票基金、指数基金还是个股，都会有波动风险。

除此之外，每一类品种，还会有一些自己独有的风险。

个股的风险

比如说投资个股，会面对个股经营上的风险。如果从个股换成行业，那单个公司的风险就没有了，很多行业是可以长期存续下去的。单个公司可能会因为自己经营不善而倒闭，但行业很少会消失。

不过，行业也不是高枕无忧的。如果投资行业，会面对行业本身政策调整或者周期性的风险。

例如当年的食品安全问题导致食品饮料行业大跌；医药带量采购政策导致医药行业大跌等。如果想要减少单个行业的风险，可能需要分散配置几个不同的行业。

如果把大部分行业配置全，那就变成宽基指数基金了。宽基指数基金，可以减少单个行业的风险。

那投资宽基指数有没有风险呢？也是有的。

比如说一个国家整体的经济陷入困局，上市公司整体盈利下滑，也会影响宽基指数基金的长期收益。

我们生活在现代化的中国，是一件非常幸运的事情。无论是社会经济，还是上市公司的盈利，整体发展速度都非常快。

但实际上，同期很多其他国家，是没有这个条件的。对应这些国家的投资者，持有自己国家的宽基指数，收益也一般。

如果从持有自己国家的宽基指数基金，变成持有全世界主要国家的股票，那自己国家经济的风险也没有了。

配置全球资产

这也是指数基金产品的一个思路。比如说最近比较火的一个话题，A股纳入MSCI，实际上就是纳入MSCI新兴市场指数。这个指数会同时配置A股等主要的几个新兴国家股票市场，也就分散了单个国家股票市场的风险。

包括先锋领航等世界最大的公募基金公司，旗下的龙头产品：VT，也是配置全世界股票资产。

到了这一步，真的是风险就很小了，除非地球遭遇了危机。

当然，这样做也不是没有代价的。国内发展速度目前仍然是全世界主要股票市场中比较迅速的。如果分散配置了全球资产，获得的是全球平均发展速度，这也有可能落后于之后二三十年国内的发展速度。有得也有失。

在未来一二十年，国内的发展红利还是有的。这也是我们配置A股的底气。

在未来，我们也会逐渐地去配置全球的优质低估资产。

现阶段，在A股可以配置美股、港股、日本、德国等少数几个股票市场。

未来几年，应该会有基金公司，引入开发一个产品就可以配置全世界股票、债券的指数基金。

买遍全球，这也是我们未来的方向

首先，指数基金最大的优势是费率低。

对于主动基金来说，需要养投研团队，成本是比较高的。而指数基金由于规则比较明确，维护成本低，人工成本低，所以不太需要支付过高的管理费率、托管费率。

指数基金在成本上有优势，我们要挑选费率低的品种。

其次，指数基金追踪指数的误差，要小一些。

实际上，任何一个指数基金都会产生一些追踪误差。

也就是说某些时间段，指数基金的净值跟指数的表现不是100%一致的。

其实这也是没办法的，比如说股票会有停盘，以及我们申购基金的时候，基金也需要时间去配置股票。

大部分指数基金还是可以比较好地追踪指数的，我们会更喜欢追踪误差小的品种。

如果是策略型指数，还要看背后的投资逻辑是不是能成立。例如红利类品种，投资的是股息率比较高的股票。

高股息率策略是被验证有效的投资策略。例如价值指数，投资的是市场上市盈率、市净率等估值比较低的品种。

这个逻辑也是被验证有效的，无论是格雷厄姆还是90年代金融领域的三因子模型，都证明了这一点。再例如质量指数，采用高ROE策略。这个策略也是巴菲特验证有效的，原理上也说得通。所以策略加权型指数，实际上是把长期有效的投资策略产品化。

一些久经考验，特别是在成熟市场也能存活下来的策略，如果在A股也验证有效，那就是可以信赖的。

从欧美等成熟股票市场来看，红利、质量、价值、低波动，这四类品种，是经过考验的策略指数基金。从它们开始入手，投资风险会低很多。

如果是投资行业指数呢?

A股有10个一级行业。从历史收益的角度来看，必需消费、医药、可选消费、金融，这四个行业，长期收益是所有行业中比较高的。而其他的6个行业，长期收益则可能会低一些。

像沪深300指数和中证500指数，都是10个行业的集合体。

那么，沪深300和中证500，能排在10个行业中什么位置呢?

其实从收益的角度，它们大约是排在60%的位置。

也就是说，投资沪深300、中证500，可以跑赢60%的行业。而且，沪深300和中证500包括了各个行业，稳定性更强、风险更低。

所以我们可以得出这样一个结论，如果一个行业指数，长期收益弱于沪深300指数，风险还高，那普通投资者其实还不如投资300呢。

个人投资者的精力有限，要考虑投资行业指数，可以主要是从消费、医药、金融等少数几个优秀行业中挑选。

其他行业可能长期收益是跑不赢300的，性价比并不高。

以上就是我们挑选指数基金品种的思路：挑选低成本、追踪误差小的指数基金品种。以优秀宽基指数基金为主，以优秀行业指数基金为辅，构建我们的投资组合。

第五节 女神520

01 优秀宽基指数基金

为什么选MSCI质量指数?

看看MSCI质量指数的选成分股规则。

每家公司的质量因子都用3个指标的Z值来综合计算。分别是ROE、资产负债率、盈利的波动性。每个指标都计算出相应的Z值，相加得到总Z值。离群值用winsorized 极值处理。先在样本池（MSCI A股国际通的那几百家公司）找出得分最高的一些公司。指数权重=所选公司在样本池中的市值权重乘以质量因子得分。每只股票权重上限5%，每半年调仓1次。

选股结果没啥可多说的，牛就完事了。按盈利质量和市值选股加权，基本就是消费医药龙头+别的龙头，金融地产行业因为高杠杆几乎不被纳入。而且指数定期调仓，如果盈利能力和市场认可度没那么高就会被调出。

总的来说：ROE高＋财务负债率低＋盈利波动率低＋市值加权，排出前50家公司来作为成分股。

选出的指数不仅优秀，而且几乎是市值加权型，而且是所有行业中选出优秀，很类似宽基市值加权型指数，稳定性有了，优秀有了，新陈代谢有了。

02 优秀行业指数基金

①行业分类：医药，可选消费，必需消费，金融，能源，材料，工业，信息，电信，公用事业。主题行业：养老，环保，军工，健康。

但不是所有行业都值得投资。

②值得投资的行业

A：天生赚钱更容易的优秀行业：必需消费、医药：适用于正常估值买入长期持有的投资策略

B：有明显强周期性，且周期底部也盈利的行业：信息、可选消费、金融：适合低估买入，高估卖出策略

③各行业分析

A：必需消费：刚需，需求稳定，产品不容易同质化，容易建成护城河，再投资需求小，自由现金流多，是优质行业。比如烟草、白酒、食品饮料、调味品。贵州茅台、海天味业就是这一类，回报率都非常高。这些就是高盈利模式引起的高ROE的公司了，这样的公司一般是传统的行业，但又是人们生活中的必需消费品，行业活得很好，尤其是行业龙头公司。一般生意模式很稳定，赚到的钱不需要什么再投入到生产中去。

B：医药：比必需消费更刚需，产品不同质化，再投资需求比必需消费稍大，自由现金流多，是好行业。

C：信息：需求强，利润高，发展空间大，子行业从老二开始盈利并不好，通常一家独大。比如互联网行业。比如互联网行业社交聊天第一想到的就是腾讯，点外卖第一想到的就是美团、饿了么，电商

第一想到就是淘宝、拼多多。科技行业一般产品更新换代很快，需要大量的资金周转投入再生产的，估值一般也不会很低。

D：可选消费：需求稳定性一般，经济不好时人们会取消或推迟消费，赚钱难度中等。比如家电行业、汽车行业。

E：金融：需求呈一定周期性，产品同质化，可加杠杆，一般杠杆率比较高。比如银行业、保险业、房地产行业。

F：电信：需求稳定，产品同质化，再投资需求高。比如三大运营商：移动、电信、联通。

G：材料：需求不稳定，大多同质化产品，不容易赚钱，长期投资收益不好。比如水泥、有色金属、陶瓷。

H：工业：需求随经济多变，再投资需求较大，不易赚钱。

I：公用事业：竞争小，无定价权。比如供电、供水行业、城市建设。一般是国企，国企很多公司有一个特点，那就是不以营利为目的，比如国家电力公司，相对于其他国家来说很便宜了，几乎是以成本价，甚至是亏损了。

J：能源：需求不稳定，高度同质化，不易赚钱。比如两桶油：中石油、中石化。

④天生赚钱更容易的行业

A：它们与人类的基本需求相关，产品不容易同质化

B：它们大多能形成护城河

C：它们再投资的需求小，自由现金流多

有哪些：医药行业，必需消费行业

⑤宽基/行业指数基金汇总

A：宽基指数基金：市值加权型，比如：沪深300、中证500。策略加权型，比如：中证红利，价值300，300低波动，基本面50

B：行业指数基金：优秀行业比如：中证消费、中证医疗。强周期性行业，比如：中证能源、中证工业。

我们应该优先选择：宽基＞优秀行业＞强周期行业

03 优秀主动基金

优秀主动基金怎么选呢？我们知道，主动基金主要是看基金经理的能力，所以首先第一点就是要看这个基金经理从业年限，年限不能太短，如果一轮牛熊都没经历，参考收益是没有意义的。所以第一点就是看他的基金有多久，至少经历过一次牛熊，然后就是看收益，10年年化收益要大于15%以上才算是优秀的基金经理。第三，基金规模要大于1亿，这是毫无疑问的，资金太小，也有清盘的风险。

04 减震器债券

债券市场和股票市场某种程度上来说是牛熊负相关的。大概就是债券牛市的时候，股市熊市，债券熊市的时候，股市牛市。所以债券资产就是一个很好的投资股票类资产的减震器。股债轮动策略起到了对投资股票的减小波动的作用。

在巴菲特的投资理念中，有一个投资理念，是来自于他的老师格雷厄姆的，也就是股债轮动的思路。

巴菲特倾向于在牛市后期比较贵的时候卖出股票，囤积现金和债券，等待下次低估的机会。所以美股大牛市的时候，通常伯克希尔的优势不明显（因为股票仓位低）。

但是到了大熊市，或者股灾的时候，手里有钱的优势就比较明显了。

所以这就是，上涨的时候尽可能跟上市场，储备债券和现金，下跌的时候抄底，跑赢市场。

其实简单理解，巴菲特做的就是一个股债平衡。牛市股票贵了就多买债，熊市股票便宜了就多买股。

所以每次美股牛市中后期，巴菲特「大概率」会跑输市场很多。市场越疯狂，巴菲特跑输越多。

但一旦市场下跌，巴菲特就会大幅跑赢市场。

当然，现在巴菲特还没有大幅减仓，只是手握现金没有买。也就是市场没有到疯狂的阶段，但不便宜。

格雷厄姆的股债平衡策略是，股票低估多配股票，股票市场高位多配债券。

比如说，前段时间，A股低估指数基金数量减少了，我们就会配置债券基金。未来A股到了四五千点牛市，我们也有可能卖出高估的指数基金，加仓债券基金。到时候也有可能会遇到巴菲特的困局：市场短期大涨，而我们因为减少股票仓位而短期跑输市场。不过时间拉长了看，这对长期收益是有保障的。

债券相信很多人都听说过，但绝大部分人都没接触过，对它的了解程度远不如股票和基金。

少部分了解过的人，可能又认为债券是一种很鸡肋的东西。例如目前中国十年期国债的收益率大概是3.2%左右，也就跟存个余额宝差不多。

追求高收益可以去买股票和基金，追求稳健可以存余额宝或者购买银行理财，何必再花更多精力去投资债券这种高不成低不就的产品。

债券的收益其实并不仅限于票面利息，如果投资的好，是能够获取超额收益的。在相对低风险性的基础上，甚至可以超过很多人的股票收益。

05 债券化永续增长

因为一个市场里，散户投资者的数量是有上限的。每一轮牛市进来一批，最终大部分散户也都完成开户了。能活下来的散户，会更有经验。活不下来的散户，最后也不会一直在市场中进行交易的。所以长时间来看，散户的交易比例会逐渐下降。

另一方面，机构投资者的比例逐渐提高。例如MSCI纳入A股，大量A股被海外投资者买入并持有。等最终纳入进度完成，会有大约20%～30%的A股被外资持有。其中很大一部分比例都是机构投资者。

另外，A股的基金规模这几年也在迅速增大。最近两年，指数基金的规模增长速度非常快，越来越多的投资者看好指数基金品种，不再直接炒股了。

散户贡献的交易量会越来越低，机构贡献的交易量会越来越高。所以每经历一轮牛熊市，A股暴涨暴跌的特性都会减弱一些。

我们看最近10年沪深300指数和中证500指数市盈率波动情况可以看到，10年前，沪深300指数和中证500指数的波动率，比现在高出大约一倍左右。A股的暴涨暴跌确实是在缓和的。只不过这需要时间。

当前A股的波动仍然是美股市场的一倍多，不过A股最终也将逐渐走向成熟市场的波动水平。这个过程，可能需要几轮牛熊市的时间，并不是短期里就能完成的。或许到那一天，A股也就真正实现了慢牛。

行业有周期，有成长期、成熟期、衰退期。预测行业处在什么时期，对投资决策来说很难，因为这和情绪有关，如果可以，我希望永远不碰和情绪有关的，人心最难测。

情绪有周期，表现就是市盈率高点低点来回波动，波动就那个范围，不会永续增长。而盈利增速稳定的，成熟的公司，外加新陈代谢，定期剔除不符合的公司，就很像一种债券了，永续增长有了，稳定收益有了（就是盈利增速）。

接着就是选对好估值时期买入，然后看国运了。这种投资无疑是很稳的。

第三章 投资回报率

第一节 一眼看胖瘦

01 利润增速是因，ROE是果

巴菲特和他的老搭档查理芒格都有一个观点："从长期来看，一只股票的回报率与企业发展息息相关，如果一家企业40年来的盈利一直是资本的6%（即ROE6%），那40年后你的年均收益率不会和6%有什么区别，即使你当初买的是便宜货。如果该企业在20～30年的盈利都是资本的18%，即使当初出价高，其回报依然会让你满意。"

然而，这句话被很多人误解了。有人觉得，既然巴菲特都这么说了，那我就选去年ROE高的股票或者指数吧。

结果收益并不佳。其实，如果只看高ROE还会选到高杠杆率的股票，或者是ROE在下降趋势的股票。杠杆率高的股票资金紧张，这样的公司除了银行类公司，其他一般活得很累的。而ROE下降的公司更是危险了，首先ROE下降肯定是利润增速在下降了，利润增速在下降还会很有可能是夕阳产业，比如说能源行业。利润增速下降很有可能带来戴维斯双杀。所以这就不能直接看ROE大小了。

很多人是犯了"知其然，不知其所以然"的错误。

巴菲特为什么会说这句话？这个结论有什么样的限定使用场景？

其实是有一个前提的。我们首先看一下ROE的定义。ROE全称是净资产收益率，这个指标是用来计算这家公司用自己的本钱来赚钱的能力强不强的。它的计算公式是：ROE=利润/净资产=E/B。

我们假设，有这么一家公司。它第一年的ROE是ROE0，第二年的ROE是ROE1。

ROE0=E0/B0,ROE1=E1/B1，△是利润增速。

PS：为了简化思考过程，我们假设这家公司不分红。

那么，它第二年的利润等于第一年的利润乘以（1+利润增速），第二年初的净资产等于第一年的净资产加上第一年的利润。（1+△）*E0=E1 B0+E0=B1

如果说，我们想让这家公司的ROE不下降，始终保持在第一年的水平以上。

反映到公式上，就是：ROE1要大于等于ROE0。把上面的等式带入下面

公式会变成这样：ROE1≥ROE0

E1/B1=（1+△）*E0/B0+E0≥ROE0=E0/B0

（1+△）*E0/B0+E0≥E0/B0

然后我们把得到的不等式进行处理

得到△≥E0/B0=ROE0 由这个不等式得出结论，如果我们想让这家公司ROE不下降，必须要利润增速大于等于ROE0才行。

换句话说，如果这家公司的利润增速小于它的ROE0，那就会出现一个比较悲剧的事情：它的ROE会一年接一年的下降，这就是戴维斯双杀。反之就是戴维斯双击了。戴维斯双杀会带来市盈率和利润增速的双重下降带来的双重下跌因素，比如2007年到现在的中国石油就是典型。而戴维斯双击会带来市盈率和利润增速的双重上升带来的双重上涨因素，比如从2014年到现在的贵州茅台就是典型的戴维斯双击。

我们来再来了解ROE与收益的关系

我们把博格公式完整版拿出来，看一下：

收益率=（1+PE变化率）*（1+利润增长率）+股息率－1

=利润增长率+PE变化率+利润增长率*PE变化率+股息率

我们简化一下思考模型，假设这家公司不分红（股息率=0）；

同时，我们买它之后，这家公司股票的市盈率就没有变化过（PE变化率=0）。

那么，博格公式就会变成：

收益率=利润增长率+0+0

=利润增长率

在我们这个简化的案例中，收益率就等于利润增速。而上面我们也推导了，利润增速至少要等于ROE0，才能保证长期ROE不下降。

我们把这两个结论连在一起就是：在保证长期ROE不下降的前提下，收益率等于利润增速，等于ROE0。

收益率=利润增速=ROE0。

巴菲特说的那句："股票的长期收益，大概等于它的ROE"，这回能理解了吧。

巴菲特的这句话是隐藏了限定条件的，就是：这家公司的ROE不能降低，要长期维持在一个稳定的水平才行。

而股票的ROE要长期维持在一个水平，必须有足够高的利润增速才能达到。也就是说，利润增速是因，ROE是果。

有的人看到巴菲特这句话之后，就跑去买去年ROE比较高的股票或者指数，根本不考虑未来利润增长情况。结果第二年这个股票或者指数的利润增长降了，ROE也就跟着降下来了，收益率也就很差了。2007年，中国石油在A股上市的时候，ROE也不差的，但是那个时候买入，到现在直接跌去了90%以上，所以不能仅仅看ROE。

所以单看某一年的ROE是没有意义的，必须要看它的利润增速才行所以我们在做选品种时，不但要考虑到ROE是否大，这是第一个要看到指标，然后再判定，这个品种未来利润增速是不是上涨趋势。甚至，我们不求未来利润增速能不能上涨和上涨趋势，哪怕是未来稳定也行，看一个ROE高的品种能保持、维持稳定，也是一个不错的投资品种。我们可以选一个策略因子，就是过去几年盈利比较稳定的、盈利波动比较小的因子，再加上这个品种的ROE比较高，那么就很值得投资了。后面我会讲到策略因子的宽基指数就是一个很好的品种。

巴菲特为什么这么说？巴菲特说话一向是比较简略，比方说他说：投资铁律，第一不要亏损，第二不要亏损，第三记住前两条。不了解他的人看到这句话会觉得，这不是废话吗？我还不知道不要亏钱？但是巴菲特这么说，肯定是有他的道理的，只不过股神不想说得那么透。包括“收益率长期看大概等于ROE”这句话也是一样的道理。

看了巴菲特语录，不思考，直接跑就去买股票的人，最终会亏得很惨的。因为巴菲特从来都不是一个直接给出答案的人。他是一个喜欢给人启发的人。

这里的思考模型是比较简化的，假设公司不分红。

如果公司分红呢?

那么利润增速只要大于等于ROE0乘以（1−分红率）就行了。如果该公司分红率为0，也就是不分红，利润增速大于等于ROE0，就能实现目标，这就是我们前文的结论。如果该公司分红率是100%，也就

是把赚的利润全都分红，利润增速大于等于0就能实现目标。这就是收益率、利润增速、ROE之间的关系。

02 股息率之于ROE

根据博格公式，我们知道，一支股票整体回报率由三个部分组成：业绩增长+股息收益+估值增长。

我们可以再精简一点，只留用公式前两部分不考虑估值变化这部分。为什么这样做呢？我们想要的是找到那种买了之后就一直放着，一直不卖的品种，估值是短期的风，短期是投票机、是情绪，大部分与用脚投票无异，估值的变化是不可控因素，可以这么比喻，估值变化就是“市场先生”，这个“市场先生”情绪很不稳定，判断一个人的情绪比天都难。简单说估值变化就是情绪。我们没办法预测情绪，所以这里的内容就不包括估值变化对投资回报的影响。

不考虑估值变化的话，就剩下前面两个部分：

股票的收益率=业绩增长+分红回报=ROE*（1－股利支付率）+股利支付率/PE

根据这个公式，可以看出

①当股利支付率等于0时，回报率=成长部分=ROE；②当股利支付率接近100%时，回报率=股利支付率/PE=股息率。

总结为：一家公司的ROE决定了它的长期回报上限，而股息率决定了回报率的下限。

接下来咱们举例讨论：

第一，分红支付率低的时候，公司业绩以ROE的速度增长，投资者的收益也以这个数值增长。分红低又能维持高ROE的企业一定增长率极高，很难长期保持，估值也不会低的，比如科技公司分红支付率

就很低，科技行业一般产品更新换代很快，需要大量的资金周转投入再生产的，所以自然不太注重分红支付率。

第二，分红支付率居中的时候，公司根据自己的成长速度留存资金，分出一部分的收益给投资者。中等分红率最常见，格力电器、贵州茅台、海康威视就是这一类，回报率都非常高。这些就是高盈利模式引起的高ROE的公司了，这样的公司一般是传统的行业，但又是人们生活中的必需消费品，行业活得很好，尤其是行业龙头公司。一般生意模式很稳定，赚到的钱不需要什么再投入到生产中去，所以分红支付率自然可以居中了。

第三，高分红的时候，投资者的收益更像是债券，股息率很高却没有成长，回报率就纯粹股息率，例如近几年的双汇发展、养元饮品、飞科电器，这些就是都是因高周转率高而提高ROE例子的公司。

双汇发展、养元饮品、飞科电器这几家公司虽然分红高，可是总的回报率远不如ROE相似的格力电器、贵州茅台。可见高分红不好：一方面，这是一种负面信息/影响，公司把发展的本钱都派出去了，说明市场饱和，增长空间受到局限。另一方面，我们做股票投资毕竟要的不是债券，而是企业的未来，是增长，跟着企业一起成长才是投资的本质。还有一种高分红的公司特别集中于国企和传统行业，这是什么原因呢？其实这不是偶然，国企一般是比较传统的行业，而那些新兴的、未开发的行业，自然是私营企业比较集中的。像新兴的互联网、科技行业就是私营企业比较多，国企比较少。国企很多公司有一个特点，那就是不以营利为目的，比如国家电力公司，相对于其他国家来说很便宜了，几乎是以成本价，甚至是亏损了。所以这就高分红自然很重要了，国企是国家控股，那就不能轻易卖出股份，因为要保持是国有的，那么既不想卖出股份又想有一点收益，那就只能把分红支付率提高了。

最好的企业发展模式就是兼顾发展与回报，50%红利支付率的情况就刚刚好，不高不低，给企业留够增长的钱又可以把用不到的资金

还给股东去支配，保持了ROE的稳定，兼得鱼和熊掌。

另外，优秀的企业很难有特别低的估值和高股息率。塑化剂时期的贵州茅台、五粮液，最高股息率也不过4%。而周期行业进入衰退期时，比如钢碳行业的方大特钢，最近股息率高达18%，不能将这个数字仅仅视作高收益，而是要考虑为什么企业的定价如此低，其本质是因为市场认为现有的利润水平、分红水平是不可持续的。

虽然好公司的估值很难太低，但耐心等待时机还是会出现，比如2018年底的医药行业，就是一个很难得的低估值机会。正如2014年塑化剂事件时的贵州茅台，那时贵州茅台最低市盈率达到了10倍以下，三聚氰胺事件时的伊利股份，回头来看这些重大事件对龙头的影响只是暂时的，最终的结果是平庸的小企业不堪重负，而市场份额最终都集中到行业龙头那里，反倒是千载难逢的好机会。

最后我们看看股利支付率50%的企业中，ROE和估值的影响：

可以看出，ROE对回报率的拉动几乎是绝对的，ROE高的公司，即使估值偏高，长期回报还是能战胜低ROE的企业，低估值对于股息回报的带动作用却有限，尤其是ROE高的公司，这就是为什么我们只选择投资高ROE的企业。

总之，高分红未必是好事，一家公司的ROE决定了它的长期回报上限，而股息率决定了回报率的下限。

03 通货膨胀之于投资回报率

通货膨胀对于股市投资回报率是有影响的。股票投资回报率和股票背后公司的经营有关，当国家通货膨胀率高的时候，企业是会通过提高产品的价格，从而提高销售额来对抗通货膨胀，所以通货膨胀提高，企业也会相应提高销售价格，从而提高盈利，盈利提高，股票投资回报率也就能跟着提高了，因为盈利增速是股票投资回报率来源的根本原因。他们是正相关的关系，这也就是为什么说股票类资产是任何时候都能抵抗通货膨胀的原因了。

04 GDP增长率之于投资回报率

GDP增长率是股市上涨的内在动力。为什么这么说？利润增速是股票投资回报率的根本来源，而一家公司的利润增速从宏观上来说，是和国家的GDP增长率是相关的。一个国家，GDP是所有公司的生产总值，自然影响公司的利润增速。所以，GDP增长率和股市投资回报率是正相关的。国家经济好，那么大部分公司利润增速也是很好，国家经济不好，那么公司的日子自然就不好过了。

这些观点“指数基金之父”约翰博格的博格公式其实就大概可以看出来了。

这里介绍一下大师约翰博格的思路。

约翰博格是世界第二大基金公司先锋集团的创始人，被《财富》杂志评为“20世纪四大投资巨人”之一。不过他对金融业最大的一个贡献，是发明了指数基金，因此也被称为指数基金之父。

在博格研究股市的时候，他发现，从1826年开始到现在，如果观察每25年股市的回报率，基本年回报率都是正值，并且差距并不大，在4.7%～8.7%之间。平均下来，大约在7%左右。

同期的美国企业的股息率和盈利增长率之和，经过通货膨胀调整后，实际达到了6.7%。换句话说，美股长期收益率，主要来自股票的股息率和盈利增长率。

约翰博格把决定股市长期回报率的因素总结为三个：

初始投资时刻的股息率

随后的盈利增长率

在投资期内的市盈率变化

这三个因素基本就可以解释所有的股市回报率啦。从1926年以来，美股每10年的回报率，与同期的初始股息率、盈利增长率、市盈率变化三者之和，都非常接近。

那在A股是不是这样呢?

以沪深300为例，过去10年，如果考虑上每年的分红收益，沪深300从1318点上涨3倍，年收益率大约是11.7%.

2006年9月初的初始股息率大约是1.86%；过去10年，沪深300指数盈利增长率大约是14.4%；同期沪深300市盈率从19.71下降到13.17，大约年变化－4%。三者相加，得到的数据是1.86%+14.4%-4%=12.26%。与实际的收益率11.7%差距不大，比较符合约翰博格判断收益率的三个因素。

从沪深300的三因素变化情况来看，沪深300初始的股息率并不高，市盈率还从19.71下跌到12.68，但得益于盈利增长率比较高，沪深300最后的收益还是不错的。

当然，我们这是站在现在回看过去，自然可以得到盈利的增速。但是未来的盈利增长速度和未来的市盈率变化，我们是无从得知的，只能估算。

很明显，初始股息率越高，未来盈利增长率越高，市盈率由低变高，指数基金的年收益率自然也就越好啦。

投资的时间周期越短，股息率和盈利增长率起到的作用就越小，市盈率的变化起到的作用就越大；投资周期非常长的时候，股息率和盈利增长率就起到更大的作用，市盈率的变化反而没啥影响。

如何用三因素来预判未来收益率呢?

初始股息率是我们当前可以得到的数据，这是一个确定的量。

未来的盈利增长率和市盈率的变化这个比较难判断。

对指数基金来说，它包括一篮子股票，盈利增长率跟宏观经济的景气程度高度相关。如果国家经济增速快，指数基金的盈利增长率会比较高；如果国家经济不景气，盈利增长率也会变低。

我们无法准确预测未来的盈利增长率，但只要保留一定的安全空间，可以估计一个保守的值。

同样的，市盈率也是无法预测的。不过很多指数都有比较长的历史可供追溯，可以得出一个大致的市盈率变化区间。如果当前市盈率处于这个区间较低的位置，未来大概率会上涨；如果市盈率当前较高，未来大概率会下降。这就是历史百分位估值法，也就是相对自身历史估值法。

以H股指数为例。

A：初始股息率

H股指数的初始股息率是3.73%，不过考虑上国内H股指数基金投资港股的分红税，初始股息率要打一个折扣，算下来3.2%左右。

B：预测盈利增速

过去10年，H股指数的盈利增长了2.55倍，年均增长约10%。考虑到过去几年是经济周期底部，如果未来中国经济重新进入景气周期，盈利增速应该会大于10%。不过为了保守起见，这里也给盈利增速打个折扣，取8%。也就是未来H股指数的预期盈利增长率是8%左右。

C：预测市盈率回到正常值

H股指数的市盈率在7.9，在历史估值中处于最低的15%区间，所以未来H股指数市盈率大概率是上涨的。10倍市盈率仅仅是H股指数的正常估值，如果出现更高的市盈率，收益还会更高。不过保守起见，也只计算到回到正常估值带来的收益。

假如需要5年，H股指数市盈率才能回到10以上，那市盈率大约年上涨6%；如果再极端一点，需要10年市盈率才能回到10以上的情况，那市盈率年上涨约3%。

这三个都是比较保守的估算条件，相加后H股指数的长期年收益率大约是3.3%+8%+6%=17.3%左右。即使按最保守的估算，即10年后H股指数市盈率才会到10以上的情况，年收益率也有14.3%左右。

所以我们投资H股指数的年收益率，基本不会低于14.3%，大概率高于17.3%。

估算红利指数的预期收益率。再来计算一下红利指数。

A：初始股息率

上证红利股息率是3.79%，按照国内的分红政策，长期持有是没有红利税的。

B：预测盈利增速

过去10年，上证红利的盈利增长了3.4倍，年均上涨13%。这里也保守一点，打个8折，算作10.4%

C：预测市盈率回到正常值

红利指数当前的市盈率是8.6，也处于历史最低的20%估值范围内。未来红利指数的市盈率也是大概率上涨的。假如需要5年，红利指

数市盈率才能回到10以上，那市盈率大约年上涨3.2%；如果再极端一点，需要10年市盈率才能回到10以上的情况，那市盈率年上涨约2%。

这样算下来，红利指数回到正常估值，年收益率基本不会低于16%，大概率高于17%。考虑到A股暴涨暴跌的特性，期间只要出现牛市，红利估值回到10PE是非常轻松的。

从这里的预测过程，也可以看出，时间越长，市盈率的变化起到的作用就越小；时间越短，市盈率的变化起到的作用就越大。

长期看，如果是在低估值定投，市盈率变化带来的收益是正的；正常估值定投，市盈率变化基本不带来收益；如果是高估值定投，市盈率变化可能会带来负的收益。所以尽量从低估值定投，可以赚市场波动的钱（从低估波动到正常）。

如果时间拉到几十年的长度，市盈率的变化起到的作用就很小了，收益主要来自初始股息率和盈利增长率。所以博格也曾经提到过，股票的长期收益率，也可以更简化的看做成“股息率+GDP增长率”：上市公司的长期盈利增长率，虽然会有波动，但长期看一般不会低于所在国家的GDP增长率。所以想再保守一点估算，可以用预期的GDP增长率来代替指数的盈利增长率。

用三因素估算指数基金未来的收益率，也是一种估算方法，并不是一个精确值。估算出来的收益率，仅仅能用于参考，并不代表未来一定能实现哦。

盈利增长率和市盈率的变化，都是我们无法预测的。但可以通过过去的历史，得出一个统计数据。在保留一定的安全空间下，我们可以用统计出来的数据，保守的估计未来回到正常估值的收益率。

第二节 资本永无眠

01 无风险收益率和股市

巴菲特说过，无风险收益率之于股市就像是地球引力之于物体，时刻影响着资产的投资回报率。无风险收益率，顾名思义，就是无风险的投资的最低回报率，一般是十年期国债收益率。这样看，如果股市的投资回报率低于无风险收益率时，是不是投资无风险的十年期国债更划算，性价比更高呢？所以这里说，资本是永无眠的，哪里有风险更低，收益更高的地方，资本就会流向哪里。

20世纪70年代，美股股灾，漂亮50这么优秀的品种都遭遇大的跌幅，查理芒格在这次投资中也是被套了好多年。有一部分原因就是当时的无风险收益率达到了很高的位置，当时美国的无风险收益率高达10%，想想现在，我们国家的无风险收益率才多少啊，也就3%左右。10%是什么概念？要知道，过去200多年以来，股市的长期投资回报率去除通货膨胀也就大概7%左右，可见，当时股市是很不值得投资的，就算再好的品种也不值得投资。

我们一直说利率对股市的影响是负面的，那到底是什么影响呢？不同的利率下对我们的投资有什么影响吗？

利率与股市的关系：理论上会对股市产生影响，但不是唯一因素。一般来说，利率变高，会对资产的价格产生一定的压制作用。一般是经济不好的时候，政府会下调利率刺激一下经济。这时候往往是基本面不好，股市整体估值较低。理想的情况下，利率下调后，会推动股市整体市盈率上涨，基本面好转。

特别是中国这种金融封闭的市场，降息后市场流动性逐渐增强，又没有多少投资渠道可以投资。海量的资金就会流入股市带动股市上涨，也会流入到像期货、房地产等其他市场。

经济过热的时候，政府会想给经济降降温，则会上调利率。这会影响到股市的整体估值，但股市并不一定下跌，如果基本面表现良好，盈利上涨会抵消掉市盈率的下降，股市不一定下跌。

换句话说，中国的特殊金融结构，导致了：①降息的时候很容易打造“资金牛”；②加息的时候如果基本面不好，会导致熊市；③加息的时候如果基本面好，基本面会带动股市上涨，甚至会有牛市。

一般政府第一次推出加息公告，表明接下来就是要进入对应的加息周期，不会立刻反转。降息也是如此。并且加息降息都是一开始作用明显，加息或降息到一定程度，后面刺激性就会减弱。

我们来看一下最近几次加息降息周期的表现。我们来看一下1996年以来历次的主要加息降息周期。

降息周期：1996.5.1—2004.10.29

加息周期：2004.10.29—2008.9.16

降息周期：2008.9.16—2010.10.20

加息周期：2010.10.20—2012.6.8

市场上大多数常见的指数都是2004年底才出来的，历史更长的指数只有像上证综指这样的老牌指数。我们看一下上证综指历次加息降息的表现。

1996.5.1—2004.10.29：降息开始作用非常明显，股市估值大幅上涨。但后期影响不大。

降息开始作用明显，上证综指5年里上涨3倍多。这段时间上证综指的市盈率从25倍上升到55倍。降息带来很强的牛市效应。

2004.10.29—2008.9.16：加息周期开始时对股市的压制作用明显，出现了一波长达两年的熊市。随后中国经济进入一个高速发展期，基本面表现非常强劲，带动一波大牛市。2004年底开始了加息周期。加息周期开始的时候，对股市压制作用非常明显。上证综指的市盈率一路下跌，出现了长达2年的熊市。

不过到了2005年底开始实施了股权分置改革，加上2006—2007年的商品牛市，以及国内经济的高速发展（2006—2007年GDP增长率达到了巅峰的22%），股市基本面非常好。盈利的大幅上涨带动了一波超级大牛市。上证综指市盈率上涨4倍多，加上上市公司盈利的增长，两者相辅相成，推动上证综指上涨6倍多。

到了后期，美国金融危机的影响，加上商品牛市的终结，a股的高估值也无法维系。上证综指的估值回到了2005年的低点15倍。

不过也可以看到，虽然估值回到了2005年1000点左右时的最低水平，但上证综指的点数并没有达到最低。这是因为点数=股价=市盈率×盈利。即使市盈率没变，这几年盈利还是大幅增长了。

2008.9.16—2010.10.20：短小的降息周期，降息对提振股市作用非常明显。

美国金融危机的余威还在，a股从6000多点跌到了1000多点，当时市场恐慌情绪非常严重。所以降息发出后的头两个月，股市仍然在大幅下跌。

不过很快市场就出现了反转。降息对提高市场估值作用非常明显，出现了一波长达半年的牛市。主要是市盈率上涨推动的，市盈率上涨了两倍多。不过等市场大涨进入高估值后，进一步的降息作用就不明显了。

2010.10.20—2012.6.8：加息周期对股市压制作用非常明显。

这一轮加息周期对上证综指压制作用非常明显，出现了一波长达两年的熊市。上证综指的市盈率进一步下降，降到了十倍多。

2013年6月20日的时候，银行间隔夜回购利率达到史无前例的30%，7天回购利率达到28%。在很长的时间里，这两个利率往往不到3%。

余额宝也是那个时候兴起的，很多朋友还记得余额宝推出时有高达6～7%的收益。也是受当时市场上实际利率较高的影响。

这种实际上的高利率也完全压制了股市的表现。a股再一次熊了两年。大把大把的便宜股票，红利指数出现了6%以上的股息率。是投资的黄金时期。

这种实际上的高利率在2014年逐渐缓解。到了2014年底，央行开始密集降息，几乎是两三个月一个降息公告。市场利率大幅下降，流动性也大增。a股出现了一波两倍多的牛市。

这一轮牛市中，实际上整体的宏观经济还没有明显好转，所以更多的是流动性增加带来的牛市，所以这一轮上涨几乎都是市盈率上涨导致的。上证综指从最低点上涨了2.8倍，其中市盈率就贡献了2.6倍的收益。所以也有人说这一轮牛市跟1996—2002年的牛市比较像。这也是有道理的。

加息降息必须对市场上的流动性产生实质的影响后才会发挥作用，口头上的加息降息可不一定有用。降息一般会利好股市，推动牛市诞生；加息一般对股市不利。

即使是加息周期，如果基本面开始好转，也能带动股市上涨。

即使是降息周期，股市整体估值高的时候进去，收益也会很差

最好的情况：股市整体估值较低，市场利率处于高位，开始密集降息。例如1996年、2008年、2014年，股市整体估值都比较低，又开始了降息周期，股市表现都很不错。

次好的情况：类似2003—2004年，股市整体估值不高，利率上升。但基本面逐渐好转，可以带动股市上涨。

我们总说定投要长期坚持，那这个长期到底是多长呢？我们一般说至少3～5年的其实是有原因的。一般来说，定投完成一轮的时间长度，基本就是“一个加息周期＋一个降息周期”的时间长度。一轮加息周期＋一轮降息周期，能催生出“熊市＋牛市”。

如果进入加息周期，对a股是有一定压力。不过如果基本面开始好转，经济进入上行周期，也能带动股市上涨，就像2007年的牛市。所以不必对未来的加息恐慌，买低估值的品种就好啦。

02 贷款基准利率和股市

银行基准贷款利率和投资回报率有什么关系呢？首先，其实银行贷款利率代表的是国家风险可控的最低风险债券收益，而股票投资回报率如果连最低风险的债券收益率都没达到，那选股票这种高风险的资产是不是很划不来呢？我们知道债券风险是低于股票资产的风险的，如果股票投资回报率低于银行基准贷款利率，那么投资股票资产性价比是不高的。所以，在股市投资回报率低于银行贷款基准利率时去投资股票类资产是很不划算的，这就是卖出的标准之一，相对其他品种，有更好的品种时就是卖出股票的时候，这也是卖出股票时机的不错的判断方法。

银行贷款基准利率不仅对股市投资回报率有影响，对国家的影响也是很大的。如果银行贷款基准利率很高的时候，必定会影响企业的资金链，企业就很难发展，于是裁员的裁员，甚至倒闭，大量的人失业，消费水平跟着就会下降，企业商品更卖不出去，于是就这样恶性循环。股市背后的公司自然也是日子也很难过，盈利增速也会下降股市投资回报率也会下降。

第三节 清晰量化安心于投资

量化的指标用来投资有一些优点，就是清晰、明确、客观。定性一家公司好不好，比较模糊，要很强的观察能力才行。彼得林奇就喜欢定性的方法来指导自己的投资，他喜欢从生活中发现一些大牛股。巴菲特就很喜欢看一个公司的管理层是否很优秀来决策投资，投资可口可乐就是有部分原因是因为可口可乐的管理层。定性投资就是要从生活中去观察，多多实地去考察，一般人很难有这个条件，也就适合一些专业的投资人或者是基金经理。普通人最容易的指导投资的方法就是用量化的方法。普通人用量化的方法用得心安。像前面几节讲的影响投资回报率的来源指标，可以和投资回报率对比的指标都是量化的投资指标。

要高PB是洪水猛兽吗？如果按照格雷厄姆的价值投资方法，PB是越低越好，但是很多时候，事实恰恰相反，这样一刀切反而会错过很多优质的大牛股，像贵州茅台啊，五粮液啊。都是高PB的。格雷厄姆是在二战时期左右写的价值投资方法，那时候，有很多公司倒闭的，经济很低迷，自然低PB的估值更有利于那个时代指导投资。高分红是投资者的福音吗？高ROE必定高收益吗？前面我们讲到，利润增速是因，ROE是果，在利润增速大于或等于ROE的前提下，投资回报率基本等于ROE，所以不能单一地看ROE来指导投资。你的投资收益由什么决定？下面一个公式将为你解答以上四个问题。

假PB和ROE保持不变：

年化收益率=（1+（1/PB-1）*分红率）*净资产收益率

①高PB是洪水猛兽吗?

我们来看看公式中，PB>1将拉低“年化收益率”，PB<1将增厚“年化收益率”，但有一种情况下例外，那就是当“分红率”为0时，此时“年

化收益率”=“净资产收益率”。那么问题来了：是不是只要不分红，高PB就不会影响年化收益率呢？

很显然不是，因为低分红下的留存收益再投资对大部分公司而言，会拉低公司的ROE。

但如果留存收益再投资依然能维持较高ROE，那么高PB就不会影响年化收益率，反过来想该企业在行业中一定有某种特殊的竞争力。

②高分红是投资者的福音吗？

从公式中我们可以看出，“高分红率”在PB>1时将拉低“年化收益率”，PB<1时将增厚“年化收益率”。因此长期寻找低PB高分红的资产红利再投资是一类投资方法。

③高ROE必定高收益率吗？

高ROE高年化收益的前提是：在不分红的情况下，留存收益再投资依然能维持较高的ROE，这其实很难。双汇发展ROE长年25%以上，为什么股价一直在10～25元这个区间波动，PE维持在15～25。因为双汇行业空间已经触及天花板，靠高分红维持高ROE，因为行业稳定，高分红相当于年化7%的债券。

④你的投资收益由什么决定。

如果只公式，那么我们需要寻找，低PB，高分红，高ROE的企业，但很抱歉，现实中不存在这样的企业。因为高速增长的行业不可能高分红，这样的企业也不可能低PB。

最终我们从这个公式引申出了三类投资方法：

①高分红、低PB（红利再投资）

②高ROE、低分红（白马成长股投资）

③ROE由低到高（戴维斯双击，寻找行业拐点，ROE的提升会带来估值变化）

第四节 树欲静而风不止

我们都很想既赚稳定的钱，又想赚收益高的钱，但是，事实上，高收益的钱从来都是有很多因素会影响的，从来不会让你很稳定地赚钱。要想在股市风雨中有一颗安静坚定的心，就要认识影响股市狂风大浪的主要因素，这样才能做到在喧嚣中心中有数、闲庭信步。

一、基金收益因素

1.公式

基金净值=市盈率×盈利＋股票分红

2.想赚钱则判断：未来盈利增长和未来估值上涨。

而盈利波动大＋考虑估值变化的周期行业不利于投资。

3.a：时间越短，估值贡献收益越重要，短期靠买得便宜。

b：时间越长，盈利增长越重要，长期靠公司盈利。

4.查理芒格说ROE：从长期来看，一只股票的回报率与企业发展息息相关，如果一家企业40年来的盈利一直是资本的6%（即ROE6%），那40年后你的年均收益率不会和6%有什么区别，即使你当初买的是便宜货。

5.四个收益来源

a：选股（周期长，几年至几十年）

企业自身盈利能力。

b：估值（周期短一些，3～5年）

优秀公司正常或低估买入长期持有策略，质量一般的公司则低估买入高估卖出策略。

c：择时（几个月）

右侧交易，短期收益率最高，猜牛市，风险高，难度大。

d：成本（立竿见影）。

交易费用，管理费率。

6.大师的方法

查理芒格和后期巴菲特：正常估值买入优秀公司，侧重选股，估值适当放宽。

施洛斯：低市净率，侧重估值再选好品种。

约翰伯格：侧重成本要求。

我们应该选好品种，低估，低成本，不择时。

二、股价上涨主要因素

股价上涨主要因素是：利润增速和市盈率提升。

1.利润增速高，股价涨幅高（其他因素不变前提下）

①经济环境影响利润增速。

②行业环境影响利润增速。

③企业影响利润增速。

2.市盈率提升主要因素

①利润增速提升，市盈率提升（其他因素不变前提下）

a.经济环境变好，利润增速提升，市盈率也就提升了。

b.行业环境变好，利润增速提升，市盈率也就提升了。

c.企业变好，利润增速提升，市盈率也就提升了。

②无风险利率下降，市盈率提升（其他影响因素不变前提下）

无风险利率下降，股票资产估值中枢上移动，市盈率提升。

③估值从低估均值回归，市盈率提升

所以我们想要股价上涨，就要做到：

①判断未来经济环境是否变好的宏观视角。

②判断行业未来是否变好的中观视角。

③判断企业未来是否变好微观视角。

④选择利润增速高且盈利稳定的和杠杆率低的企业。

⑤判断无风险利率未来是上升还是下降。

⑥合理估值判断，并在其以下买入。

第五节 价值的未雨绸缪

我们知道怎样判断大概的价值了，就该留有足够的安全边际了。至少要有安全边际这个意识，才能在股市游刃有余。其实未雨绸缪在任何时候都是值得去执行的，不仅是投资，生活中也是如此。

什么是价值呢？格雷厄姆有一个比喻：价值就像是主人，价格就像是小狗，主人前进1000米，小狗也前进1000米，小狗远远落后于主人的时候，这个距离就是安全边际，知道价值所在，就能判断，价格现在的位置到底低估还是高估了。所以，知道价值对我们投资来说很重要。我们知道估值的低估值、高估值是一个区域，不是一个点，指数大多数时间会在估值中枢附近，小部分时间会在低估值区域和高估值区域。例如恒生68%时间14PE左右，16%时间11PE以下，16%时间18PE以上，估值中枢就是大概价值的位置。

但是估值中枢是不是永恒不变的呢？不是的，从历史上来看，估值中枢是有所变化的，所以我们要判断估值中枢是怎样的一个趋势，是上升趋势？还是下降趋势？如果是下降趋势怎么办，上升趋势怎么办？

过去历史看a股中枢是下移了，我们如何去应对？我们知道，我们国家整体经济增速放缓了，另一方面a股体量、上市公司越来越多，“货物供应”更充足了，加上没有好的退市机制，使得估值中枢下移，需要低估阈值下调，阈值调整是下调低估的阈值，低估会比原来更加严格。这样我们买入的成本会更低，但下调阈值会导致短期的定投金额也减少，影响熊市里积累股份。所以要等市场回暖一定程度再调整。也契合了越上涨买入越少的原理。

像一些优秀行业，估值中枢是上移了，比如消费行业，对于这种情况，我们应对的方法就是合理估值就开始买入，然后等，等到估值中枢不再上移时，高估卖出。

全球大部分平均估值中枢14～16倍PE左右，2012—2014年，a股估值中枢与全球接轨了，下降了估值中枢，所以要保留更高的安全边际。

估值中枢不会无止境的下滑，参考世界其他国家估值中枢是一个标准。

优秀行业估值中枢会上移趋势，盈利不稳定行业估值中枢会下移趋势。

第六节 误解的年化收益率

很多人其实误解了年化收益率，因为忽略了复利效应。很多人认为的收益率，就是去年收益率和今年收益率简单相加，平均一下，就以为是年化收益率了。其实不是这样的。复利就是在上一年的收益率基础上再涨，这样就不是2年的收益的简单相加了。比如，本金是10万，年化收益率是10%那么10年的收益就是：

100000×（1+10%）^10=259374.25元

如果像很多人认为的计算就是

（259374.25-100000）÷100000÷10×100%≈15.94%

于是就认为年化收益率是15.94%

这显然是错误的，其实真实年化收益率就10%而已。很多人因为错误的计算而盲目自信，以为自己堪比股神，于是膨胀，过于自信，这样结果是很危险的。投资忌自负，忌过于高估自己，要真实预估自己的能力，才能虚心提升自己的能力圈，这才是我们要认识到的。要知道股神巴菲特长期年化收益率就是20%左右，这就是很多人觉得看似很低，实则很难的原因了。很多人以为很简单，就是犯了年化收益率计算方法的错误。

①复利的来源

明白我们赚到的钱是从哪里来的：低买高卖和红利再投是外在的复利来源，ROE是内在的复利来源。

低买高卖+红利再投，实现持有份额的高效复合增长。

通过指数的ROE推算长期收益。

经济周期底部，也是因为指数的ROE处于低位。如果配合低买高卖和其他策略，收益还会再次提升。不过ROE也明确地告诉了我们，对指数基金指望不合理的高收益是不现实的。

②复利公式

F=P×（1+R）^N

F未来收益，P目前本金，R收益率，N次数。

例如本金1000元，年收益率为20%，期数为10年，10年后为6191.74，翻了6倍多，20年就是38倍多，30年237倍多，40年1469倍多，这都是不算上分红再投的。

第四章 能力圈

第一节 工欲善其事必先利其器

01 指数常用估值指标

①为什么70%股民亏?

追涨杀跌，交易频繁，使得交易成本提高，交易成本甚至大于个股企业盈利。72%新股民高位入场和高位开户成为高位接盘的。

②什么是估值指标?

理财产品利息收益率同理。

③常用的估值指标

最基本：市盈率，市净率，股息率，盈利收益率，十年期国债收益率，预测盈利增速。

指数基金这几种就够了。

④市盈率

市盈率=PE=P/E=公司市值/公司盈利。

静态市盈率，E盈利是用上一年。

滚动市盈率，E盈利是用最近四个季度。

动态市盈率，E盈利用公司未来一年。

最常用的是静态市盈率和滚动市盈率。

⑤市净率

PB=P/B=公司市值/公司净资产。

⑥股息率

DP=D/P=分红/市值，与利息收益率相似。

⑦盈利收益率

盈利收益率与市盈率互为倒数，分红比例=分红/盈利分红比例×盈利收益率=股息率。

02 估值指标的使用原则

使用估值指标的原则

①每一种估值指标只适合一部分品种，市盈率适合长期盈利稳定的品种，如沪深300，不适用证券行业。

②没有普适于所有品种的估值指标。

③不是每个品种都能被估值，如长期亏损的公司无法估值，个股盈利不是长期稳定的则不能用市盈率估值，市值小的个股大资金流动性弱，易控盘，而且个股有黑天鹅的经营风险，就算盈利稳定也不易估值。指数基金有很多个股，资金大，指数基金更适合估值。

④对某品种而言，哪方面数据更稳定，就可以使用哪方面的估值指标。如品种盈利稳定，则可以使用市盈率，品种净资产稳定的，则使用市净率。

⑤核心是未来发展，估值的核心其实是对未来的预判，对未来发展，而不是刻舟求剑的看过去。

03 市盈率失效了怎么办

市盈率会失效吗？答案是肯定的。我们知道巴菲特的现在的公司“伯克希尔哈撒韦”其实以前就是一个纺织企业，只是后来被巴菲特改成了保险公司。这是巴菲特一次失败的投资，正是因为有一部分犯了市盈率陷阱的错误。股神都会犯市盈率陷阱的错误，可见，这是一个值得重视和解决的。

我们知道，用市盈率估值的前提是盈利要稳定。指数虽然盈利稳定性比个股强很多，但是遭遇国家级别的经济危机，仍然会出现盈利下降导致市盈率上涨，比如2008年金融危机、1929年经济危机、日本90年代初开始到现在失去的30年等。

从过去的历史看，用市盈率给指数估值，大多数时间里是有效的，但经济周期底部可能会失效。所以我们要有心理准备。

不过也不用怕，我们有三重保障，来保证我们在低估时入手指数：PE、PB与净资产收益率ROE。

①先了解PE是怎么构成的。

市盈率其实可以简单拆分成两个指标：PB和ROE。

PE=市价/盈利=p/e，PB=市价/净资产=p/b,ROE=盈利/净资产

所以，ROE=PB/PE，或者说盈利收益率=1/PE=ROE/PB。

②净资产收益率ROE：衡量资产的盈利能力

我们通常所说的股市是二级市场，企业把自己的股权分割成若干份，放到市场上来交易。但是还有更多的企业股权并没有在市场上交

易。无论公司的股权上不上市交易，它们的资产盈利能力都可以用ROE来衡量。

ROE是净资产收益率，是衡量一份资产盈利能力的最佳指标。对指数基金来说也是如此。

巴菲特的老搭档查理芒格说过一个观点："从长期来看，一只股票的回报率与企业发展息息相关，如果一家企业40年来的盈利一直是资本的6%（即ROE6%），那40年后你的年均收益率不会和6%有什么区别，即使你当初买的是便宜货。如果该企业在20～30年的盈利都是资本的18%，即使当初出价高，其回报依然会让你满意。"

虽然很多小股票可以依靠短期里的融资实现盈利快速增长，但自身ROE实际上一直较低，这种成长股如果无法提升自身ROE，迟早会被证伪。

很少有公司能够长期维持20%～30%以上的ROE，能几十年保持这种ROE的无一不是大牛股，像巴菲特钟爱的喜诗糖果、可口可乐。长期稳定高ROE并不容易，哪怕是可口可乐也经历过一段低谷期。能挑选出这种股票，需要有较强的个股能力圈。

宽基指数的ROE不会太高，A股港股大多可以保持平均10%～15%的ROE（所以如果不配合估值低买高卖，我们很难长期超过这个收益）。不过好处是指数可以通过新陈代谢保持自身ROE的长期稳定，这点是任何个股都不具备的。

③市净率PB：单位净资产的价格

同样是股权资产，有的股权资产ROE就比较高而且稳定，像消费类医药类公司；有的股权资产ROE呈周期性波动，像钢铁石油券商；有的股权资产走向了没落，ROE甚至变为负数，是赔钱货。所以针对不同资产的定价也不同。

从定性的角度，ROE越高、越稳定，我们要买下这份净资产，每单位净资产就要花更多的钱，也就是市净率会越高。所以我们买某个指数，也可以理解为是用一定的溢价（PB的数值）去买一份盈利的资产。从这点，盈利收益率实际上就是折算了PB溢价之后的ROE。

PE失效也不怕，我们有三重保障。

简单理解了PE，PB，ROE的关系，我们可以大致推算一下可能出现的情形。

大多数时间里，宽基指数的ROE维持在10%～15%左右，盈利稳定，这时候用市盈率和盈利收益率来估值没有问题。例如当前的恒生指数、沪深300指数。

进入经济周期底部的时候，盈利增速放缓，我们为盈利增长支付的溢价比较少，PE处于低位；同时ROE也会降低，我们为资产盈利能力支付的溢价也比较少，PB也处于低位。这种属于正常范畴的低估，PE一般低于10，是我们介入的好时机。

如果经济迅速恶化，A股和港股中占比较大的银行股盈利开始下降，那这些股票的股价是下跌的，指数基金也会下跌。市盈率会被动提升，导致失效。但指数的盈利能力虽然缩水，但净资产并未侵蚀，这时候可以用PB来估值。一般来说，指数在估值底部的时候PB会在1～1.5以下。

这种程度的恶化并不多见。

如果遇到更罕见的经济危机，占比较大的成分股盈利不仅是下降，而是出现了亏损，那很有可能下一步就会侵蚀成分股的净资产，导致净资产的价值也不稳定，市净率也不能拿来估值了。大多数指数在挑选成分股的时候，会剔除亏损股，所以指数会更换盈利还可以的成分股进来，以保持自己的盈利能力。

简单说，我们有三重保障来帮助我们在低估时买入指数。

1.指数市盈率与市净率都是较低的时候，指数处于低估区域

2.如果遇到成分股盈利下降导致指数市盈率上升，就参考市净率

3.如果成分股出现亏损，开始侵蚀净资产，市净率也会失效。不过不要紧，指数会自动剔除亏损股，更换还在盈利的股票进来。

指数具备永续性和周期性，我们总能等到指数盈利能力欠佳、估值较低的时候。我们需要做的就是在指数这种资产估值较低的时候入手，长期持有至经济恢复正常。

其中的难点就是如何判断是否是真的低估。

用市盈率和盈利收益率在大多数时间里都有效，而且可以与其他资产横向比较收益；如果出现盈利下降，市盈率被动上升，我们还可以用市净率来估值；如果成分股出现亏损，开始侵蚀净资产，指数自身的规则会剔除亏损股。

有了这三重保障，基本可以保证我们确实是低估入手指数。

04 低市盈率陷阱

在指数基金估值过程中，我们会采用相对估值法。然而在相对估值法里，难免会有低估值陷阱。什么是相对估值法以及什么是低市盈率陷阱呢?

①相对估值法

对于常见的估值指标：市盈率、市净率，比较他们在指数成立区间除开极端值的相对大小就是相对估值法。最常用的是市盈率百分位、市净率百分位、市销率百分位，含义是指数当前市盈率在这个指数成立所有时间内的市盈率里面所处的位置高低。市盈率百分位越小，表示所处位置越低，指数越低估。

这是估值的入门级别，比较市盈率、市净率、市销率的相对大小。对于初学者，可以用这种方法估算A股常见宽基指数的估值，都是适用的。当然有的时候会出现一些低市盈率陷阱。

②低估值陷阱原因

第一个原因是周期指数市盈率失效。周期指数是指那些盈利随着周期性变化的指数，比如证券、煤炭、钢铁、传媒、环保等行业。拿券商举例子就很容易理解。15年到18年三年熊市，券商指数跌了整整三年，从来没涨。这些周期行业的特点就是，三年不开张，开张吃三年。在周期指数处于弱周期的时候，长达几年的时间阴跌是有可能的，这对投资来说是很难熬的，所以周期行业不适合普通投资者投资。我们应该首先考虑宽基指数基金，然后就是优秀的行业指数基金。

周期行业指数这种在牛周期的时候，盈利非常高，而市盈率=市值/盈利。这时候周期指数的市盈率就异常低，而他的估值实际上是很

高的。如果这个时候根据市盈率百分位判断就会得出错误的估值结论。周期行业遇到低迷的时候甚至是亏损的，这就不适合市盈率估值了。前面我们讲到，市盈率不是适合任何品种估值的，市盈率适合盈利稳定的品种。

第二是有些指数的市盈率百分位虽然非常低，但是盈利却一直下降，这种指数也要警惕。比如中证500指数，市盈率历史百分位一直处于10%以下，从相对估值指标的角度考虑，这是一个有价值的投资指数。而从中证500指数的持仓股票的财报来看，很多企业的盈利大幅度下降，这对中证500指数的投资价值打了折扣，这就需要看品种历史百分位法结合盈利来估值。

因为我们投资指数一方面赚估值上移的钱，对于一些估值中枢在下移的指数，是不适合用市盈率估值的，所以我们要尽可能选估值中枢是上移趋势的指数，或者预测未来是上移趋势的指数。像优秀宽基指数、优秀行业指数基金就很适合。另一方面赚企业盈利增长的钱。如果指数估值上移的幅度和指数盈利下降的幅度一样，那么指数就不涨不跌。这是需要注意的。

第三就是国运出现了问题，当然这是很难出现的，一个人一生甚至都遇不到一次。但还是可以借鉴外国的例子来反思。比如20世纪90年代的日本的股市股灾，30年了，到现在都还没有回到当时的高点，甚至远远不及。人的一生有多少30年呢？这就是人们常说的日本失去的30年。那么对待这种问题有没有解决的办法呢？能不能避免国运带来的投资损失呢？其实是有的。首先，我们预期不要太高，想想，如果是国运不好，那么大部分企业是活的不好的，倒闭的倒闭，失业的失业，跳楼的跳楼。所以我们预期收益不要太高，国运不好时，社会整体都是会不好的。虽然日本股市30年没有回到高点，但是有些品种还是创新高了。比如医药、消费行业，还是创新高了，所以在国运不好的时候，我们可以投资优秀品种的方法来赚得超额收益。还有就

是，我们可以投资世界上其他股市的方法也能避免，这样就只要地球不爆炸，我们依然是能获得不错的收益了。

投资的过程中需要学习的知识很多，不要认为自己掌握了部分知识就永远能够在市场大获全胜。

面对浩如烟海的股市知识，始终保持谦虚谨慎的精神，不断学习、不断精进于自己，这样才能够让自己少犯错误，才能在投资道路上走得长远。

第二节 少林武功秘籍

01 用市场代表性指数估值

为什么用宽基指数估值?

买入时机，是用沪深300估值低估来当作买入时机。

原因：沪深300几乎是代表了a股市场整体的一个情况，有代表作用。

沪深300估值比较准确，盈利增速相对于其他的品种都稳定，无论是用绝对估值法还是相对估值法，都能既准确又能代表全市场处于什么位置，无论是行业还是个股，大部分都是跟着市场代表走的。投资嘛，追求的就是稳定，所以要用沪深300估值来作为买卖时机的一个判断。

02 相对、绝对估值法

①绝对估值法

现金流折现法

合理市盈率是由利润增速决定的

在无风险收益率（一般为10年期国债收益率）在3%左右时，对应关系如下：

p=D/r

如果我们简单地把公司的利润E当成现金流D，并设定贴现率r为10%，就可以得出

P/E=1/10%

也就是PE=10。

总结一下就是，当一个公司的利润增速为0时，它的合理市盈率大概就是10倍。

上面这个例子是0增速模型，比较简单。

但是我们更喜欢利润增速大一些的公司，这个要怎么算呢？比如，当一个公司的利润增速为10%时，要怎么算?

这个时候就要用到二阶段增长模型了。

我们假设，第一个阶段，公司按照一个高一点的利润增速增长3年。第二个阶段，公司按照一个比较低的利润增速永续增长。

公式是这样的：

P3=D3×（1+g）/（r－g）

把这两个数据代到上面的公式里面，得出10%利润增速对应的合理市盈率是14倍多，取个整，就算15倍吧。

具体某一个增速所对应的合理市盈率，并非都是一一计算出来的，而是根据经验总结出来的。

把现金流折现的公式拿出来，只是想说明，市场之前之所以有这样的对应关系，其实是有理论依据的。

无论是格雷厄姆的市盈率法，还是彼得林奇的PEG估值法，都是同样的底层逻辑。

②相对自身历史估值法（前提看ROE，ROE下移，估值中枢也要下移，低估阈值也要下移，ROE上移，估值中枢也要上移。还有无风险收益率，当无风险收益率下降，估值中枢要上移，无风险收益率上升，估值中枢下移）

A：博格公式法，市盈率法（适合盈利高速成长和稳定的指数）

博格公式：

收益率=（1+PE变化率）*（1+利润增长率）+股息率－1

=利润增长率+PE变化率+利润增长率*PE变化率+股息率

两种获利方式：①资本利得：盈利增长率（需要卖出）＋市盈率估值均值回归（需要卖出）。②分红（不需要卖出）。

判断当前市盈率处于历史波动范围位置（取经历过历史两次牛熊的波动范围），较低位置买入，未来市盈率大概率上涨。

B：博格公式法，市净率法（适合盈利不稳定/盈利周期变化公司但最差也盈利的公司）

公式

年复合收益率=年市净率变化率＋年净资产变化率

所以在市净率历史波动范围的较低位置买入

③相对其他品种估值法

相对无风险收益率估值。当沪深300收益率即盈利收益率是无风险收益率2倍时，就是一个值得买入股票资产的时机，当小于无风险收益率时就不值得买了。（适合盈利稳定的大盘指数，比如上证50）

相对银行贷款基准利率估值。当沪深300收益率即盈利收益率小于银行贷款基准利率时也不值得买股票类资产。

03 指数误解的市盈率计算

市盈率主要是用来估值的，而个股的估值很简单，那是不是指数的市盈率估值也很简单呢？网上一些平台得出的市盈率数据确实计算很简单，就是成分股的总市值除以成分股总盈利就行了。但是这种计算方法是不准确的，我们用这种不准确的市盈率用相对历史百分位估值法还可以，但是如果用这种市盈率算出盈利收益率用来对比债券收益率就不准了，用绝对估值法，需要更为准确的市盈率才能有利于估值。不准的市盈率在绝对估值法中，会很影响投资决策的，所以指数更为准确的市盈率计算值得我们认真去对待和掌握如何去算。

市盈率，又叫PE，它的计算方法是用公司市值除以公司盈利。如果要计算股票的市盈率，是比较简单的。但是，计算指数的市盈率就不一样了。因为指数里面有一大堆成分股，每个成分股的占比（也就是权重）还不太一样。举个例子：某个指数，它是一个等权重指数，这个指数只有两个成分股，A公司和B公司。A公司，市值1000亿，去年利润100亿，权重50%；B公司，市值100亿，去年利润2亿，权重50%。

这时候，我们要计算一下这个指数的市盈率，就有两种算法啦。

①第一种算法，不考虑权重的整体法

这种算法比较简单，但不精准。

先把两个成分股的市值相加，1000亿+100亿=1100亿；再把两个成分股的去年利润相加，100亿+2亿=102亿；最后把这两个数除一下，得出指数市盈率。

1100亿/102亿=10.78倍市盈率。

算完之后我们发现，这个指数的市盈率只有10倍左右，好便宜啊。但是又觉得哪里不对劲，因为B公司市值100亿，去年利润2亿，它的市盈率是50倍。这么贵的公司在指数中权重占了50%，为啥整个指数的市盈率算出来却这么低呢？很奇怪。

②第二种算法，考虑权重的整体法

这种算法要复杂一点，但更接近事实。

算法是这样的：

假设，给你100亿，去帮中证某个指数买成分股回来。

先买第一支，也就是A公司。由于A公司的权重是50%，所以，你要用100亿*50%=50亿去买A公司的股票。A公司的总市值是1000亿，去年利润是100亿，

你用50亿就买了它50亿/1000亿=5%个公司，分得的利润是100亿*5%=5亿。然后，你再用剩下的50亿去买B公司的股票。B公司的总市值是100亿，去年利润是2亿。你用50亿就买了它50亿/100亿=50%个公司，分得的利润是2亿*50%=1亿。所以，你是用100亿，买回来两家公司5亿+1亿=6亿的利润。你付出了100亿，买回6亿利润，得出来的这个指数组合的市盈率就是100亿/6亿=16.67倍。

发现差别没？用考虑权重的整体法算出来的市盈率是16.67倍，而不考虑权重的整体法算出来的市盈率是10.78倍，差了一多半呢。

所以说，不考虑权重的整体法，在计算指数的市盈率时会有很大误差。可是，由于不考虑权重的整体法计算起来比较简单，所以众多网站上都在用这种方法，也就对大家的投资形成了一定的误导。

第三节 无视周期的高傲女神

01 各类指数优缺点

①行业分类

分类：医药，可选消费，必需消费，金融，能源，材料，工业，信息，电信，公用事业，主题行业：养老，环保，军工，健康。

1.但不是所有行业都值得投资

2.值得投资的行业

a：天生赚钱更容易的优秀行业：必需消费、医药：适用于正常估值买入长期持有的投资策略

b：有明显强周期性，且周期底部也盈利的行业：信息、可选消费、金融：适合低估买入，高估卖出策略

②行业分析

1.必需消费：刚需，需求稳定，产品不容易同质化，容易建成护城河，再投资需求小，自由现金流多，是优质行业

2.医药：比必需消费更刚需，产品不同质化，再投资需求比必需消费稍大，自由现金流多，是好行业。

3.信息：需求强，利润高，发展空间大，子行业从老二开始盈利并不好，通常一家独大

4.可选消费：需求稳定性一般，经济不好时人们会取消或推迟消费，赚钱难度中等

5.金融：需求呈一定周期性，产品同质化，可加杠杆

6.电信：需求稳定，产品同质化，再投资需求高

7.材料：需求不稳定，大多同质化产品，不容易赚钱，长期投资收益不好

8.工业：需求随经济多变，再投资需求较大，不易赚钱

9.公用事业：竞争小，无定价权

10.能源：需求不稳定，高度同质化，不易赚钱

③天生赚钱更容易的行业

1.它们与人类的基本需求相关，产品不容易同质化

2.它们大多能形成护城河

3.它们再投资的需求小，自由现金流多

有哪些：医药行业，必需消费行业

④宽基/行业指数基金汇总

1.宽基指数基金 市值加权型

策略加权型 红利，价值，低波，基本

2.行业指数基金、优秀行业、强周期性行业

强周期性行业，通常是三年不开张，开张吃三年。低迷的时候可以低迷很多年，通常也是暴涨暴跌，盈利不稳定的行业居多，所以不容易估值，容易出现低估值陷阱。不适合普通投资者投资。

优先：宽基＞优秀行业＞强周期行业

02 优秀品种定性判断因子

定性方法判断品种

门槛高的行业，产业集中度高的行业，技术迭代不会太快的行业，有定价权的公司。这是优质公司的特征——邱国鹭观点。以下是目前优秀行业的一些总体分析。

①必需消费：刚需，需求稳定，产品不容易同质化，容易建成护城河，再投资需求小，自由现金流多，是优质行业。

②医药：比必需消费更刚需，产品不同质化，再投资需求比必需消费稍大，自由现金流多，是好行业。

③信息：需求强，一般科技行业就是属于信息行业，前期一般很多公司都是占有市场份额的过程，再投资需求大，多年不盈利甚至亏损，一旦占有了大量市场份额就开始盈利，比如亚马逊前期十几年都是亏损的，直到占有了大量市场份额后就开始盈利了，再比如特斯拉，现在都还是亏损的。这种一旦成为龙头老大，利润很高，发展空间大，子行业从老二开始盈利并不好，通常一家独大。

④可选消费：需求稳定性一般，经济不好时人们会取消或推迟消费，赚钱难度中等。

优秀行业它们与人类的基本需求相关，产品不容易同质化，它们大多能形成护城河，它们再投资的需求小，自由现金流多。

03 优秀品种定量判断因子

定量方法判断品种

主要策略因子分析，选出最优策略组合

1.价值：低市盈率，低市净率，低市销率。价值因子不能单纯看，因为有低估值陷阱，所谓便宜没好货，公司经营遇到瓶颈，不好赚钱也会容易看起来低估。市场上单纯用价值因子选出的公司不乏垃圾股。如果加上一个质量因子作为前提效果更好。

2.红利：股息率高。目前中国股息率高的公司通常是国有控股的大公司，国有控股通常不卖出股份，这样才能保持是国有的，保持不卖出，那分红比例越高就越好了，所以国有控股一般都分红比例高。但国有公司一般是成熟期的公司甚至衰退期的公司，成熟期公司还好，至少稳定，但也别想追求高收益，要是选出衰退期公司那就拖累了整体了，再加上会错失很多新兴的优秀公司，所以也不能单纯看红利因子。

3.波动：价格波动低。低波动股在熊市防御性最强，低波如果市值小的股票，极有可能是无人问津的小股票，无人问津的小市值股一般是企业很难赚钱的，小企业飞上枝头变凤凰的概率很小，所以应该选大市值的低波动股票，大市值低波动不代表无人问津。

4.质量：股本回报率，应计比率，财务杠杆。在不同市场阶段的表现均超越基准指数，其中在熊市和复苏期内的超额回报更为可观。质量股也具有防御性，但防御的强度不及低波动股。

综上，价值＋质量＋低波（大市值的低波）组合最稳当。（也是巴菲特的策略组合）

04 天下没有一劳永逸的因子

定性策略因子、定量策略因子是我们投资的两大类型策略因子。这两种方法要结合起来使用，这样才能更为有效。中外历史上不同的大师都有自己的侧重点，像侧重用定性策略因子的有巴菲特、彼得林奇、查理芒格等。

无论是定性策略因子还是定量策略因子，不同策略因子在不同市场周期下，在不同国运条件下效果是不一样的。比如印度最优秀的行业可不是像中国的必需消费和医药行业，而是能源行业。美国最优秀的行业是互联网和可选消费行业。策略因子不是一成不变的，切不可把刻舟求剑的想法来用在策略因子上。

第四节 投资，如何判断懂了？

我们知道，巴菲特说过，投资的第一原则就是“不懂不碰”，那怎样才是“懂了”还是“没懂”呢？

首先要有自己的投资三性系统。要投资，那么投资的三性就始终逃不开。投资三性必须是投资前先行要考虑的，只有正确认识并合理分配好自己的投资三性，才能真正走正确的投资道路。投资三性分别是“安全性”，“流动性”，“收益性”。但是他们是必须有取舍的，不能一股脑的全想要，这是很危险的，投资忌盲目自信和膨胀，否则，伤害的就是自己。如果给他们的重要性排名的话，我认为是安全性大于流动性大于收益性。安全性是前提，这里不是说安全性排第一就是直接放银行理财就行了，安全性是知道能力圈范围，做到胸有成竹，有足够的能力圈，并在能力圈下留足够的安全边际，这也是安全性放在第一位的一种方式。有了能力圈，留了安全边际，然后再追求流动性和收益性，这才是投资正确的打开方式。投资三性第一章我们具体讲了。

判断有没有懂，除了投资三性系统化，还有以下几个标准要补充：

①知道能涨多少，涨的是什么原因。宁愿要明明白白的亏，也不要稀里糊涂地赚。这个很重要。要能说清楚涨的原因是什么，为什么涨。股价涨，要么是涨利润，要么是涨市盈率。

一眼看胖瘦那一节就是一些判断能涨多少的方法。知道符合客观规律的涨幅是多少，我们才能心里有底气。正所谓“知己知彼百战不殆”。

②知道能跌多少

这个也很重要。我们可以通过看自己的投资的品种的历史最大回撤，再结合现在的估值来判断。比如沪深300的历史最大回撤是40%，假如现在是合理估值，那么沪深300现在买入就会大概有20%的回撤。

③知道要多长时间，这就是根据投资三性里的流动性。

这一条经常被大家忽略。投资流动性，我们要合理平衡好，适合放多久的闲钱就搭配适合多久的投资品种。

做投资一定要考虑时限。

像股票类的投资，实现前面说的涨幅的时间，可能要3年以上，有的时候甚至要4～5年。

如果是半年后就要用的钱，买这种标的肯定是不合适的。

再比方说，一级债基，持有一年以上几乎不会亏钱；

纯债基，持有半年以上几乎不会亏钱。

各种投资，都有它的合理持有时长。如果这个事情没搞清楚，就也代表着“不懂”。

④是不是能承受得了品种的波动性？我们知道，股票类资产的波动性是很大的，比如沪深300的波动有20%～30%左右，那投资沪深300前，你就要想想，自己到底能不能承受得住最大的波动，如果不能，那就不要投资这个品种了。

前面我们分析了“能够跌多少”。在买之前，一定要试想一下，如果真的跌了那么多，我还拿得住吗？比如沪深300指数基金，你投了100万，跌成80万的时候，你心慌不慌，会不会在最低点忍不住卖了？

闭上眼睛，畅想一下。如果手抖，就说明没懂。

⑤知道自己投资的品种适合什么估值指标估值，和应该怎样估值。这就是能力圈的范畴，知道自己能力圈范围，这才是投资中真正的懂了。不懂不碰，投资不能没有困难创造困难也要上。不在能力圈范围内应该就不要碰，雷打不动，遵循这个原则，投资就简单了。

第五节 我的投资体系

格雷厄姆说过：“如果一个策略被大多数人知道了，那么这个策略就会失效。”所以格雷厄姆在自己的书中没有完全公开自己的投资策略。那我这里为什么要公开呢？首先一点，有些策略就算公开，很多人也是不会去严格执行的。投资，如果不是自己特别相信的，特别懂的前提下，抄作业是没办法坚持下去的。股市波动性那么大，人的情绪又是那么不稳定，没有一个强大的信仰支撑，没有一个强大的相信支撑，是很难坚持的。90年代，美国科技股大牛市时，巴菲特就是不投资科技股，声称科技股自己看不懂，这受到了很多人对巴菲特的质疑。连股神巴菲特都被很多人质疑，当时很多人说巴菲特已经老了，他的投资理念已经老了，哪怕巴菲特面对那么多的质疑，仍然不为所动，继续坚持自己的理念。很多所谓的大师不也是经不住市场的疯狂，而放弃自己的价值投资理念，还是兴冲冲地追高了？其实对于投机的策略来说，才是一公开很快就会失效。

在第一章我也有讲到，没有韭菜了，投资者也是会有收益的，韭菜本来就是不可再生资源，消灭韭菜，不过是早一点从股市的暴涨暴跌状态转变为慢牛状态罢了，这不是更好吗？

所以，我可以在本书里写自己的体系，你可以参考，也可以抄作业，只要是在自己认可的前提下都可以。

①第一个问题是投资什么品种，品种的话，我主要是选带上策略因子的宽基指数基金，类似漂亮50这个品种就很好。投资一个品种前提要了解这个品种能给自己带来多少收益率，这是一个懂的前提，投资不懂不做嘛，这个参考第三章的投资回报率。宽基指数包含了各个行业，单个行业可能会有衰退期，那么宽基指数就更安全了，这就是选宽基的主要原因。加上策略因子的宽基就能在安全的基础上收益再提高一点了。策略因子前面我有讲到几个策略因子，你也可以用自己

懂的策略因子选出自己的喜欢的品种，毕竟没有一劳永逸的因子。总之，在自己能力圈范围内，与时俱进。

②然后就是估值方法，前面我们讲到，估值方法有相对估值法和绝对估值法，我的体系主要用相对估值法。因为绝对估值法很多数据都是预期或者是预测的，都是比较主观和模糊的，可能这个人估的和另一个人估的值相差很大，这很难把握，或者说，这要很大的能力圈，所以我不用绝对估值法。投资就是要做自己能力圈范围内的事，超过自己的能力圈范围就不去做了，毕竟，安全性始终是要放第一位的。相对估值法有两种，相对自身历史估值法和相对其他品种估值法。相对自身历史估值法呢，我是用沪深300历史市净率来估值，参考经过两次牛熊的历史市净率，达到百分位50%以下就开始投资股票类资产，而且是从五成仓开始，越跌越买。为什么用市净率估值，而不用市盈率估值呢？在前面我们讲到，市盈率在指数成分股公司亏损时期是会失效的。我还讲到应对市盈率失效的方法，那就是看市净率，指数如果成分股出现亏损，开始侵蚀净资产，市净率也会失效。不过不要紧，指数会自动剔除亏损股，更换还在盈利的股票进来。所以指数用市净率估值很有效。这就是我为什么用市净率估值的原因。在用市净率相对历史估值法时，要就着两个指标结合看，利润增速和无风险收益率。前面我们讲到，估值中枢是会上移或下移的，当利润增速上升了，估值中枢会上移，当利润增速下降了，估值中枢会下移。巴菲特说过，无风险收益率之于股市就像是“万有引力”之于“物体”，无风险收益率上升，估值中枢下移，无风险收益率下降，估值中枢上移，当无风险收益率在历史的中值以下就意味着估值中枢下移，反之上移，当在多年平均利润增速以下，则估值中枢下移，反之上移（均取相对估值法取的时间范围的数据）。应对估值中枢上移和下移的方法，具体可以参考第三章的价值的未雨绸缪。利润增速和无风险收益率的变化结合相对自身历史估值法，可以适当避免估值陷阱，可以使安全边际更高了。指数还有一个相对估值法，就是相对其他品种估值，比如相对贷款基准利率，或者无风险收益率。我用沪深300盈利收益率和贷款基准利率、无风险收益率对比来估值，当沪深300盈利收益

率大于贷款基准利率和无风险收益率时，就可以买（要同时看历史百分位估值）。20世纪70年代美股的漂亮50崩盘，巴菲特的好搭档查理芒格在漂亮50投资上吃了一个大亏，原因就是股市市场的盈利收益率相对于无风险收益率太小了，那时候无风险收益率是10%，这其实是不值得投资股票类资产的。这就是盈利收益率相对于无风险收益率的估值方法的好处。计算盈利收益率用指数更为准确的方法计算出市盈率然后得出盈利收益率，盈利收益率和市盈率互为倒数。这样得到的盈利收益率数据更为准确，估值就更为准确、数据更值得参考了，这个计算方法在第四章第二节中有具体讲到。

③股债轮动策略，当沪深300估值开始位于合理估值以下时，投股票类品种五成仓，和五成仓债券基金。当跌5%就开始加仓一成股票类品种，当沪深300估值开始位于合理估值以上时，开始投资债券类资产，并五成仓开始，越涨越加仓。其余涨跌的时间就是股债仓位平衡就行了。这是巴菲特和其老师格雷厄姆一直都推崇的一种方法。股票市场和债券市场大概是牛熊负相关的，互相之间会抵消波动，投资中波动小了，自然更有利于我们投资者了。

④最好的投资就是买入之后，就一直不卖，一直持有的策略。所以我的体系就是买入之后就一直持有，需要用到的钱就提出来，只要是闲钱，就永远不卖出。这就要严格求所选的品种质量好坏了。要做到永远不卖，那么首先，所选的品种要有长生不老的特性，还有就是可以长期上涨的品种，安全性要很高才行。满足这几个条件，那就是宽基指数基金了。

⑤没有人能够预测市场，所以，任何买入点，短期都不可避免地会遇到下跌，这就要求投资者能扛得住短期的波动，不可一把梭哈。为此，我应对的方法就是定投＋依据不同估值配置不同仓位的股和债的方法，起到了分摊风险，减小波动的作用。

第五章 危机是进步的源泉

一、南海泡沫

我能算出天体的运行轨迹，却算不出人类的疯狂程度！

英国这场泡沫，令牛顿亏掉10年的工资。没错，就是你所认识的那个物理学家兼数学家，艾萨克·牛顿。这是牛顿爆亏2万英镑后发出的感慨。这次的漩涡中心，不是“一条河”，而是“一片海”。

如果经纪人推销一家公司的股票，却不知道它经营什么业务，会有人买吗？400年前的英国，还真有。

17世纪末到18世纪初，英国百姓们有一个甜蜜的烦恼：大家的储蓄增多，投资出路却很少。直到1693年，只有499人持有东印度公司的股票，并且获得免税的分红。

其中还包含女士，因为股票是当时为数不多的、英国女士能以自己名义持有的财产之一。

对当时的人来说，拥有股票就等于拥有一种特权。

1711年，南海公司成立。这家公司肩负“筹措资金清偿债务，恢复政府公共信用”的使命，发行总值接近1000万英镑的股票。使命不是白揽上身的，伴随而来的还有特权。英国政府向这家公司授予了酒、烟草等一系列商品的永久退税特权，还有南海贸易的垄断权。正是因为能垄断南海贸易，公司才取名「南海公司」。

这些特权有多厉害呢？“新大陆有大量金矿”是当时人尽皆知的事，「垄断南海贸易」意味着坐拥金山银矿。

南海公司还放出虚假消息：西班牙将对英国开放美洲港口，自由贸易将带来更多利润！

于是，在成立后的数年里，人人都对南海公司的股票趋之若鹜。

南海公司的建立就充满着投机气息。「公司承接的政府借据可直接兑换股票」——事先知道这个消息的人悄悄地吃进大量政府借据，然后在南海公司注册成立时进行兑换。这种操作能带来多大利润呢？面值100英镑的政府借据市价低至55英镑。这些借据可兑换相等市值的南海公司股票。一来一回利润超过80%，再加上股价上涨，这些人获利丰厚。虽然拥有南海贸易特权，南海公司的董事里却没人有南美洲贸易经验。墨西哥急需的一船羊毛被送到了西班牙，最后无人问津地烂在码头。贩卖奴隶是最有利可图的了，但南海公司船上的奴隶死亡率太高，连这门暴利生意也没给他们带来多少利润。但是南海公司的董事们很淡定。

生意一团糟？那就做点门面功夫。他们在伦敦租下一座豪宅作为办公室，装修无比气派。利润不够看？那就发点“分红”。南海公司当然不会拿现金出来分红，他们搞股票股利。你别说，这些招数真的好使。在英西交战、贸易减少，股票股利不断稀释股东权益的情况下，南海公司的股价居然一路温和上涨。

与此同时，英吉利海峡的另一边，密西西比公司如日中天。这家法国公司吸引了整个欧洲大陆的投机者，资金源源不断地流入法国。英国人焦虑不已：凭什么钱都流向法国？英国该拿什么反击？答案显而易见：南海公司。

超越一场泡沫的最好方法，是制造更大的泡沫。1720年1月，南海公司主动提出为全部政府债务提供融资的议案。议案涉及金额高达3100万英镑，下议院成立了委员会进行研究。2月2日，议案提交到委员会，股价一口气从130英镑涨到300英镑——只是提交议案的1天内！

议案尚在讨论期间，南海公司想方设法抬高股价。一方面，促成议案通过的支持者都免费获得一定数量的股票，而且股价上涨后可以向公司「回售」，这招让更多人绑在南海公司这条船上。另一方面，诸如“西班牙将允许英国在其殖民地自由贸易”“南海公司将开发波斯拉各斯的丰富矿藏”的流言四处传播，将股价进一步推高到400英镑。这些“努力”立竿见影：上议院只花了4天就走完全部流程。速度之快，史无前例。1720年4月7日，议案通过，英国沸腾了。5天后，南海公司趁热打铁地以每股300英镑的价格发行新股。新股认购允许分期付款，首付60英镑，余下分8期付清。投资者蜂拥而至抢购股票，连国王都忍不住投10万英镑参与认购。董事会很快宣布增发股票，这次发行价上升到400英镑，依然抢购一空。

人们兴奋地讨论：“谁会是下一个南海？”查尔斯·麦基在《大癫狂》里这样描述：几乎所有人，无论身份贵贱、性别年龄，都卷入了对财富狂热的追求之中。在酒馆和咖啡馆里，男人们与经纪人交谈；在服饰店和杂货店里，女人们也大谈股票。

5月28日，南海公司的股价涨到550英镑！6月1日，股价飙升到890英镑！短短数月，南海公司创造出一场财富狂热，也催生了更多跟随者。新的融资项目有如雨后春笋般涌现：从永动轮到捕鱼专利，从淡水供应到土地改良，一个比一个大，一个比一个夸张，一个比一个荒谬。

最“实诚”的一个项目，直接在招股书上写着“该公司从事一项极具优势的事业，但无人知道是什么事业”，然后它的新股在5小时内就被抢购一空。再然后，发起人关门大吉，自此杳无音信。

这些项目很快就得到了「泡沫」之名。

投资泡沫公司的人其实心知肚明，他们不是相信这些公司真能成功，只是相信一定能找到接盘侠，以更高的价格从自己手里买下这些股票——他们是博傻理论的忠实信徒。

泡沫公司的发起人也不是在卖股票。他们在卖一个梦，一个有关财富的梦。可是——梦，总是要醒来的。

再狂热的时代，也总有理性人士的存在。他们奔走呼号，推动国会取缔泡沫公司，而且成功了。

1720年6月，国会通过《泡沫法案》，禁止违法公司股票交易。1720年7月，高等法院发布了一道命令，解散所有泡沫公司。

这部法案不针对南海公司，只是为了刺破泡沫。他们显然没有意识到，南海公司就是最大的泡沫。众多泡沫公司被解散后，公众开始清醒过来。越来越多人担心南海公司的股价不可持续，开始抛售套现。南海公司再次施展它熟练的股价操控技巧，暂时稳住了股价。

1720年8月，股价甚至一度接近1000英镑，迎来了最辉煌的顶峰。

然而，南海公司的董事和高管们都知道，这只是一场梦。他们在当年夏季将手中的股票抛售一空，消息一经传出，股价应声下跌，市场瞬间陷入了恐慌。

1720年9月底，南海公司的股价跌到不足200英镑。几乎是同一时间，海峡对岸的密西西比公司，股价也崩溃了。

英法百年战争过去300年了，谁能想到这对老冤家还有这种默契呢?

查尔斯·麦基在《大癫狂》里记录了这么一番话：8个月里，它由兴至盛，由盛而衰。它建立在欺骗、幻觉、轻信和恐惧之上。一旦被人们识穿，它就“啪”的一声，碎裂了。

伟大的物理学家和数学家，艾萨克·牛顿爵士，是这场泡沫的亲历者和见证者。他遭受损失后讲过题记的那番话，这是WikiQuote收录内容，可信度比较高。

每一场泡沫，都有人抱着侥幸心理参与其中，高叫着“这次不一样”为自己壮胆。约翰·邓普顿爵士的名言振聋发聩：投资世界里，代价最昂贵的一句话叫“这次不一样”。

二、美股70年代的萧条

先锋领航是在1974年创立的。美国70年代，是一个什么时间段呢?

在六十年代，美国刚刚经历了一轮大牛市。有一个「漂亮50」的概念，就是那个时候诞生的。

漂亮50是美国六七十年代当时风靡一时的一个概念。说的是当时美国纽约交易所规模较大、盈利增长非常不错的50只股票。

很多都是我们耳熟能详的，像可口可乐、迪士尼、麦当劳、美国运通、吉列、通用电气、花旗银行、辉瑞，等等。这些公司即便是在现在都算是数一数二的大公司。

在六七十年代的时候，美国等国家经历了战后重建，百废待兴。所以很多产业在这段时间里以非常高的速度发展。

这些公司大多数是当时对应行业的龙头股，在行业复苏的过程中吃掉了大多数利润，所以无论是经营前景还是业绩，都是非常漂亮的，可以说是绩优蓝筹股的典型代表。

当时的美国，流行一种投资观念：这些盈利增长优秀的蓝筹股，是应该长期持有不卖出的，任何时候投资这些漂亮50股票，只要坚持持有，都能获得非常好的收益。

这个观点被当时的投资者广为采纳。结果漂亮50的估值一路上涨，到了1972年美国牛市顶点，漂亮50的平均市盈率达到了42倍。部分股票的市盈率高达八九十倍。

然而，四五十倍的市盈率，要求背后的公司盈利长期增速保持在30%以上，这在几年内或许漂亮50可以做到，但是是很难长期持续

的。

再加上美国70年代到八十年代，市场利率一路上涨，对股市也起到了压制作用。

到了80年代的时候，美国的国债利率达到10%以上，同期美股标普500市盈率最低到了8倍。而漂亮50的那50只股票，平均只有9倍左右。

80年代的美股，整体估值跟A股2014年差不多，比当前A股还要便宜一大截。

从四五十倍的市盈率，到只有9倍的市盈率，这段时间里漂亮50下跌了七八成，让大量的投资者损失惨重。

再好的股票如果买贵了，风险还是很大的。

巴菲特的好朋友，查理芒格，在这次漂亮50崩盘里损失惨重，到1974年的时候几乎损失了一半的钱。当时可以说是美国二战之后，股票市场最惨淡的时候。

约翰博格原本希望在市场比较好的时候成立新公司，但是不幸的是，公司刚成立，就遭遇了市场大萧条。当时，约翰博格旗下的基金连续80个月资金净流出，也就是说，基金规模在不断缩小。而且新投资者的数量也严重减少。当时大家普遍都很担心，独一无二的先锋领航基金公司，能不能撑得过这个时间段。

幸运的是，先锋领航因为一个品种，迎来了转机。

这个品种，就是当时诞生不久的货币基金。

三、90年代的美股

在20世纪90年代后期，当时美股经历了几年牛市，估值已经到了一个相对偏高的位置。但这时又有一批股票开始短期迅速上涨。

美股股市从80年代初期，不到10PE起步，开始了长达20年的大牛市。到了90年代中期，美股股市已经整体上涨了5倍多。

牛市的步伐没有停下，反而愈演愈烈。巴菲特在这段时间里明显放缓了脚步，没有做太多的投资，因为市场上不太容易找到便宜货。但是股票市场还是在上涨的，这种大牛市中，很多普通投资者都可以「轻而易举」的获得很高的收益。当时只要配置了计算机或者网络类的股票，收益都会超过巴菲特，而且是大幅超过。

纳斯达克100指数的市盈率从1995年开始飞速上涨，到2000年，达到了85倍。而纳斯达克整个市场的市盈率，高达811倍！在1995—1999年，互联网公司是上涨非常巨大的。很多公司都是几十倍的涨幅。

巴菲特的收益明显跟不上脚步了。越来越多的人开始质疑「股神」，认为他年纪大了，跟不上时代。一个基金经理称："巴菲特让他们感到耻辱"。媒体称巴菲特是「过去的全球最伟大的投资人」。

当时巴菲特对这样的攻击深恶痛绝，但也没有太好的办法。他只能一次又一次地讲解自己的投资理念。同时，他还拒绝投资当时热门的科技股，理由是「科技行业不在他的能力圈以内，他了解的是棒棒糖而不是软件」。在1998年的股东大会上，巴菲特遭到了围攻。一个投资者大声地质疑巴菲特，说他投资了巴菲特的股票但是收益平平，投资了几只科技股却大赚一笔，他劝巴菲特拿出一部分资金去投资科技股。

在整整一年多的时间里，巴菲特一直经受这样的质疑。

但是巴菲特始终坚持自己的态度，不受市场的影响。同时巴菲特准备了几十亿美元的资金，这些资金暂时放在债券资产上。

巴菲特在1999年，判断互联网泡沫终会破裂，这个判断没过多久就兑现了。在2000—2001年，纳斯达克100暴跌80%，在高估的时候投资科技股的投资者损失惨重。这个跌幅，堪称人类历史上最大的股灾之一。被「市场先生」痛揍一顿的投资者，这个时候才醒悟过来，还是股神的判断更加准确。

在2001年，巴菲特再次公开演讲的时候，现场坐满了投资者，一个个神情严肃。这次没有人再质疑巴菲特了。

在巴菲特的投资理念中，有一个投资理念，是来自于他的老师格雷厄姆的，也就是股债轮动的思路。巴菲特倾向于在牛市后期比较贵的时候卖出股票，囤积现金和债券，等待下次低估的机会。所以美股大牛市的时候，通常伯克希尔的优势不明显（因为股票仓位低）。但是到了大熊市，或者股灾的时候，手里有钱的优势就比较明显了。

所以这就是，上涨的时候尽可能跟上市场，储备债券和现金，下跌的时候抄底，跑赢市场。其实简单理解，巴菲特做的就是一个股债平衡。牛市股票贵了就多买债，熊市股票便宜了就多买股。

所以每次美股牛市中后期，巴菲特「大概率」会跑输市场很多。市场越疯狂，巴菲特跑输越多。但一旦市场下跌，巴菲特就会大幅跑赢市场。

格雷厄姆的股债平衡策略是，股票低估多配股票，股票市场高位多配债券。到时候也有可能会遇到巴菲特的困局：市场短期大涨，而我们因为减少股票仓位而短期跑输市场。不过时间拉长了看，这对长期收益是有保障的。

四、过去30年的日本股市

1989年日本股市创下了历史最高峰，到了38000多点。当时市盈率到了八九十倍。并且当年日本的房地产市场也到了历史高峰。之后，日本股市和房地产泡沫同时刺破，大幅下跌。日本股市比较直观，看看日经225指数就知道啦。从1989年下跌到2008年金融危机的时候，最低到了七八千点左右。

从38000多点跌倒8000点，跌去了80%的市值。

这个跌幅，跟2000年美国纳斯达克100指数因为互联网泡沫的跌幅差不多，都是人类历史上股市最大跌幅之一。

8000点的时候，日本股市的市盈率不到10倍。之后，日本股市又逐渐上涨，到今天涨到了22325点。加上股息等收益，从2008年到现在上涨了3倍左右。考虑到当前日本股市的市盈率只有12～13倍左右，这个收益在全球看都处于前列了。

日经225指数类似于国内的沪深300指数的定位，本身是市值加权的指数。如果是投资一些策略指数，或者投资医药、消费等行业，收益还要更高一些。同期的日本经济，基本上是先大幅下滑，然后停滞不前。然而，即使在这样的情况下，在低估的时候投资日本的指数基金，仍然是盈利不错的。为什么呢？我们要了解一下公司是什么。公司是一个以盈利为目的，整合人力、各种生产要素，向市场提供产品和服务的一个集体。其中，最大的一个前提是「以盈利为目的」。

我们在日常生活中也知道，开公司就是要赚钱的。如果公司本身不赚钱，那它就维持不了太长时间，更何况是上市公司，如果连续亏损，基本上也就要退市了。

一个国家经济景气，上市公司中盈利的公司比例会高一些。一个国家经济不景气，上市公司中亏损的公司比例会有所提升，不过，再困难的时候，也是会有一批公司是盈利的。比如说，日本经济不景气的这些年，仍然有任天堂、优衣库、无印良品等一批公司在全世界赚得盆满钵满。即使经济再不景气，大家也需要衣食住行，也需要生活下去。经营这些业务的公司，也一定是有盈利的，这样才能维持公司长期经营下去。这些公司，就是指数基金所投资的主力公司。

像国内的指数基金，基本都有一个前提，只挑选盈利的公司。如果公司亏损，会被踢出成分股。所以即便是未来经济形势不好，仍然会有一批公司是盈利不错的，这些公司是这个国家的优质资产。而且，也会有一批新的公司涌现并成长起来。指数基金会投资这些盈利的公司，剔除亏损的公司，保持自身的活力。

低估买入指数基金，长期收益仍然会不错。积累股份：以宽基指数基金为主所以我们关心的重点，是我们投资的指数基金背后的公司，是不是还在赚钱的。

大部分指数基金是不考虑亏损公司的，这是我们在指数基金上长期赚钱的保障。不过也有部分指数是会纳入亏损股的，例如上证综指。这类指数基金，我们就要避开。另外，部分行业可能会在很长一段时间里一蹶不振。有的行业本身会消失，被社会淘汰；有的行业则会在很长时间里全行业陷入亏损。这都会影响这些行业指数基金的收益。

如果看不准行业的话，最好就以宽基指数基金为主。宽基指数基金包括各行各业，某一个行业出现危机，不会对宽基指数带来多少影响。

日本股市最主要的是东京证券交易所，对应的指数是日经225指数。这个指数的定位和沪深300、标普500比较类似：选择了成交量最活跃、流通性最好的225只股票。基本是蓝筹股的代表。日本股市在

1989年以前可谓是顺风顺水：在20年的时间里一路从2000多点涨到了接近四万点，整个指数上涨了20倍。几乎是一路牛市上涨。但从1989年开始，日本股市一蹶不振，开始了漫漫下跌路，从89年一直到2008年才触及最底部的8000点左右。随后日本股市上涨到今天的17000点左右。假如不幸在1989年日本股市最红火的时候投资了日经225指数，到今天27年过去了，还处于深度套牢中。

日本股市回报差的原因：基本面差+高估值带来的均值回归

首先看基本面。20世纪80年代，日本“出口导向型”经济大发展，成为世界最大债权国。而美国成为世界最大债务国，同时美国实施紧缩的货币政策。这就导致美元汇率达到一个极端高位。为摆脱窘境，在美国主导下，1985年9月五国集团（G5）一致达成“广场协议”，以人为干预方式迫使日元升值。这对于出口导向的日本来说不利。结果日元一路飙升，在不到两年四个月的时间里，日元兑美元上升了近一倍。为了应对日元的急速升值对国内出口产业的打击，日本银行连续五次下调再贴现率。

从1986年1月的5.0%降至1987年2月的2.5%，旨在通过增加投资和消费扩大内需。在日元升值和低利率政策作用下，货币供应量不断增大，形成了过剩的流动性资金，这些资金大量流入房地产和股票市场。

日本股市从1983年开始缓慢回升，1984年初日经平均指数上升至10000点以上，广场协议后股市迅速进入大牛市。1986年1月日经平均指数为13000点，至1987年9月便上涨至26000点。即使遭到了1987年10月19日“黑色星期一”全球股市暴跌的袭击，日本股市上升的脚步也未受阻。

1988年股票市场总市值超过当年GDP（387万亿日元）达到477万亿日元，1989年12月29日，日经平均指数达到历史最高点38915.87

点，这是牛市之初的近3倍，股票市场总市值上涨到611万亿日元，相当于GDP的1.48倍。

1989年，日本股票市场的市盈率高达70.6倍。股市巨大的财富效应使得居民个人消费心理膨胀，人们争相购买新车、高尔夫会员证和名牌产品等，民间消费支出连年增长，新建住宅大量增加，整个日本岛都沉浸在富足之中。

整个日本岛都沉迷在空前的繁荣和疯狂之中。人们甚至坚信股价只涨不落、地价只升不降的大和神话永不破裂。1990年1月3日，《日本经济新闻》在对20位著名企业家进行股市预测时，大家一致乐观地认为1990年的股价将继续上冲至42000～48000点。这有点类似于07年和15年的A股。

但是事与愿违，1990年4月2日，日经平均指数暴跌至28002.07点，比1989年末的最高值下降了28.05%，1990年10月1日，又降至20221.86点，股市总市值消失了270万亿日元以上。股票的下跌也引起国内债券市场的恐慌，抛售股票、债券的资金迅速流向海外，日本金融市场出现了股票、债券与日元三重贬值的混乱之中。1990年秋季，房地产开始暴跌。

大牛市的破灭使日本经济增长率从1990年的6.0%降至1992年的1.1%，1992年的股票市场总市值跌至289万亿日元，比1989年下降了52.7%。暴跌的股价和地价使居民持有的金融资产价格严重缩水，个人金融资产的暴跌所产生的逆资产效果导致消费信贷收缩，居民消费锐减。日本股市的大牛市随着经济泡沫的破灭黯然落幕，而催生与刺破泡沫经济的原因值得思考。

导致日本股市长期回报率不佳的原因还有另外一个解释：“均值回归”。这个理论的意思是如果一类资产在一段时间里的回报率大幅超越其他资产，那很可能在接下来的时间里这个资产的回报率反而比较

差。没有哪个标的的长期回报率始终高于资产的平均值，否则它就会逐渐膨胀最终“占领”全部的资产。

西格尔教授的研究发现1970—2001年这32年的时间里，世界上主要股票市场的回报率相差无几，英国为11.97%，美国为11.59%，日本为11.12%，德国为10.88%。日本股市的最高点是在1989年，至今19年没有创历史新高。如果是截止至1989年计算回报率，日本股票的回报显然要远远高于其他国家，但时间拉长至2001年，日本股市的回报率与其他国家基本一致，这是一种回报率的均值回归。经济泡沫解释了基本面差的原因，均值回归解释了日本股市从高估跌落的原因。

巴菲特在一次演讲中曾经表示不考虑日本股市，原因是当时日本股市的资产回报比较差，也就是平均的ROE比较低。ROE是净资产收益率，对于指数来说，就是成分股的平均净资产收益率了。

巴菲特的老搭档芒格也说过，“从长期来看，一只股票的回报率与企业发展息息相关，如果一家企业40年来的盈利一直是资本的6%（即ROE6%），那40年后你的年均收益率不会和6%有什么区别，即使你当初买的是便宜货。如果该企业在20～30年的盈利都是资本的18%，即使当初出价高，其回报依然会让你满意。”

对指数来说，ROE代表了成分股留存资金的再投资收益，是盈利增长的“发动机”：企业每年会把盈利的一部分分红，剩下的留存或用于再投资生产。再投资部分的资金的收益率往往取决于ROE。所以时间越长，指数的收益率就越贴近ROE。

一般来说，指数的ROE越低，合理的PB中枢也就越低。如果PB相接近，应该选长期ROE更高的指数。

日经225的历史PE数据缺失比较严重，做不了回测。不过可以从PB的角度去投资。

如果只在1.2PB以下投资日经225指数，那可以在2009年八千多点的时候投资日经225指数。到今天的17000点，年复合收益率10%左右。这个收益率在平均ROE只有8.5%的日本是不错的，但放在A股和美股还是大幅低于平均值的。也难怪巴菲特不喜欢日股。

日本股市回报率不好，这个是事实：一方面是日本经济泡沫后长期基本面的一蹶不振，另一方面是泡沫催生的超高估值导致股市的回报率变差。

最近20年日本股市的平均ROE也不好，也没有出现诱人的低估值，所以比较难取得好的收益率。

如果能在大幅低于市净率平均值，或是在净资产附近买入日经225指数，获取超越日本平均ROE的收益率还是不难的。这对于日本本土居民来说还算不错。不过这个收益率在平均ROE更高的A股和美股还是不够看。关于我们投资的指数基金的ROE，我们可以用PB/PE来简单估算一下。

宏观经济好，指数的长期ROE就高。“买指数就是买国运”，这句话还是很有道理的。相信中国经济能持续发展走好，这就是我们投资指数基金的最大信心来源。

五、杰西·利弗莫尔

杰西·利弗莫尔，股票史上最传奇的人物之一，被人们称为「少年作手」、「投机天才」、「华尔街巨熊」、「百年美股第一人」、「历史上最伟大的证券交易者之一」……美国总统威尔逊曾召见他，「华尔街之王」摩根也找人跟他协商。有人用「一生伟大，一生疯狂」来形容他。

利弗莫尔表示，「我对数字的记忆力非常好，我脑子里装着股价信息清单，对于过去价格的表现，我记得一清二楚。对于心算的喜好更是让我如鱼得水。早年我学到的一个道理是：华尔街没有新鲜事，因为投机交易像群山一样古老。在股市中，今天发生的事情，过去曾经发生，以后还会再发生。对此，我一直牢记在心。我注意到，无论是上涨还是下跌，股票价格总是表现出一定的规律。我想我在努力记录股价变化的时间以及它们在如何变化，而通过这种方式我可以将自己的经验转化为收益。比如，我可以判断出在哪个价格买入比卖出更好。股市的战斗每天都在进行，而报价单就是我的望远镜，命中率可以达到七成。」

然而，就算是这么狂的人也经历过四次破产。

21岁那年，利弗莫尔带着全部身家2.5万美元来到了纽约华尔街闯荡。结果在6个月的活跃交易之后，利弗莫尔不但赔掉了随身带来的所有钱，还欠了别人几百美元。

第一次破产后，利弗莫尔「打道回府」。他说，「在我返回家乡的那一刻，我知道自己生命中唯一的任务就是筹集本钱，重返华尔街，那儿是这个国家唯一可以让我进行大额交易的地方。总有一天，等我掌握了游戏规则，我会需要这样一个地方。现在挣到足够的钱返回纽约的愿望比以前任何时候都更加强烈，我觉得当我下一次回到纽约表现一定会好很多。我有时间冷静地思考自己一些愚蠢的操作手

法，距离上的间隔可以让人更好地看清事情的真实面目。我的当务之急是赚到足够的本钱。」

当一个人沿着正确的方向前进时，他会渴望得到一切可以帮助他保持正确的东西。于是，利弗莫尔借了500美元回到对赌行进行交易。因为他进入了黑名单，于是找了人代替自己进去交易，利弗莫尔遥控指挥。前前后后干了一年多，利弗莫尔赚了相当一笔钱，于是决定重回纽约炒股。

利弗莫尔拿着5000美元，回到华尔街，买进了北太平洋铁路公司等股票，很快便套现出5万美元现金。这时候，利弗莫尔依然没有收手，他说：我一段时间以来一直在看空股市，现在终于等到机会了。结果1901年5月9日，利弗莫尔买入股票的第二天便发生大崩盘。很快，他赔光了所有钱，第二次破产。利弗莫尔表示：那年初秋，我不但再次一贫如洗，而且对于这个我无法再次击败的游戏感到厌恶至极，因此我决定离开纽约，到其他地方去尝试一些别的事情。

几年之后，有了一点积蓄的利弗莫尔又回到了华尔街。他说：除了投资股票，我没有其他生意，也不会玩其他游戏。更糟糕的是，我已经养成的生活习惯和方式需要金钱来支撑，不过与总是在市场上犯错相比，这一点并没有让我困扰。在过去的几年，我在反思自己为何仍然亏损。我发现了自己操作手法上的一些缺陷并进行了修正，有了一些心得体会，但我需要通过实践来检验。没有什么会像让你赔光你在世上的一切那样教会你做事的禁忌。当为了不赔钱而懂得了禁忌之后，你才开始学会如何做才能挣到钱。

总结经验，以利再战，机会总是留给有准备的人。1906年底，29岁的利弗莫尔再次迎来了投资生涯的春天。当时的股市正处于牛熊转换的关键时期，利弗莫尔准确判断对了未来的下跌走势，大肆放空操作，赚了几百万美金，被称为「华尔街大空头」。

1907年10月，当时美国最具影响力的金融家摩根开始出手，与美国头部银行一起，不断注资来抢救美国股市，把华尔街从近乎崩溃的边缘拯救回来。在此期间，摩根甚至亲自向利弗莫尔致意，请他停止放空。利弗莫尔在市场上呼风唤雨的力量由此可见一斑。

有钱后，利弗莫尔开始关注期货。1908年，在一个期货高手的建议下，利弗莫尔开始做多，不断买进棉花期货。结果棉花大跌，利弗莫尔又赔光了，第三次破产。

1915年，不甘心的利弗莫尔再次回到了华尔街，一边投资股票，一边炒作小麦、玉米等期货，很快便重新积累了财富。1929年，在美国股灾前，利弗莫尔做空股票赚了1亿美元（当时美国全年财政收入约为42亿美元），成为股票历史上最疯狂的大空头。这时候，利弗莫尔为妻子建立了信托资金，儿子出生之后又为他留了一笔信托资金。利弗莫尔说：我这样做，不仅是担心市场再度将这些钱从我手中夺走，而且还因为我知道一个人会把自己唾手可得的东西挥霍一空。做了这些事情之后，我就不会连累我的妻子和孩子了。

经历了大风大浪、在股票市场摸爬滚打了几十年的利弗莫尔，终于还是翻了船。1930年开始，利弗莫尔仿佛被施了魔法一样，在股票市场上再也玩不转了，到1934年，他第四次破产。但这时利弗莫尔依然坚信自己能成功，于是重返华尔街继续投资股票，并东山再起。

晚年时，利弗莫尔患有重度抑郁症，他一生有三次婚姻但都不幸福。1940年，利弗莫尔用手枪结束了自己的生命，终年63岁。他去世后，针对他的基金等财产进行了清理，价值超过500万美元。在给妻子的遗书中，利弗莫尔写道：我再也受不了了，一切对我来说都太糟糕了。我已经厌倦了抵抗，再也坚持不下去了，这个是唯一的出路。我不是一个值得你爱的人，我是个失败者。我真的很抱歉，但这是唯一得到解脱的方法。

63岁，大师就这样自己结束了自己的生命，要知道巴菲特大部分的财富都是50岁以后才赚到的，63岁，巴菲特正当壮年。利弗莫尔和巴菲特都是大师，为什么巴菲特没有经历破产，每天喝着可乐，跳着踢踏舞去上班？而利弗莫尔在年纪轻轻的时候就成了叱咤风云的人物，但可惜长赢不了。可以说，利弗莫尔是投机界的传奇，如此投机传奇人物，都经历了四次破产，那普通人呢？长期在市场，你的技术漏洞、人格缺点一定会被市场攻击的，只要你的股票技术系统是不完整的，都会无法长期盈利。墨菲定律有这么一条：再小的概率事件都会发生。有些事几年没事，但是只要出一次就会要命。比如有人习惯满仓一只股票，可能几年没事，但赶上一次黑天鹅就要半条命，投资不可好高骛远，高收益不可忘乎所以，我们应该以不变应万变，追求长期的更加稳定持久的收益，要投资不要投机，以年化20%为天花板，做一个愿意慢慢变富的人。

六、查理芒格漂亮50滑铁卢

1973年是个特殊的年份，查理·芒格在这一年遭遇滑铁卢，这是芒格长达50多年的投资生涯中很罕见的危机。

70年代，美国财政赤字大幅增加，通货膨胀蔓延，美国经济走入下行通道。10月，中东战争爆发，直接导致第一次石油危机。

美联储疯狂加息，却没能力挽狂澜，尼克松放松货币、管制工资物价的措施全部失效，美国经济陷入后来被不断提及的“滞涨”。

伴随着GDP回落和失业率的飙升，美国利率水平大幅抬升，美股开启暴跌模式。

标普500指数从1973年1月的最高点120.24点回落至1974年10月的最低点62.28点，跌幅达到48.2%。此前炙手可热的“漂亮50”遭遇戴维斯双杀，跌幅高达50%。

市场并不总是站在优秀的投资人这边，极端行情下，伟大的投资人也难以避免巨大的回撤。在这期间，大批投资人和银行家破产。芒格的基金也遭遇暴击。

“我们在1973年到1974年间被市场碾压了，并不是因为被真实低估的价值，而是市场价值，因为我们的公开交易证券不得不在低于他们真正价值的一半价格下交易。这是一段艰难的经历——1973年至1974年是一个非常不愉快的经历。”

芒格在1973亏损了31.8%，1974年又亏损了31.5%，同期道琼斯工业指数分别回撤13.1%和23.1%，芒格的基金大幅跑输道琼斯工业指数。

芒格如何面对这样巨大的回撤呢?

“你需要有耐心、守纪以及即使遭受损失和身处逆境也不会疯掉的能力。”这是芒格在2005年给出的答案，总结成一个字，那就是“熬”。

暴风雨过后的1975年，芒格的基金上涨了73.2%。但芒格还是失去了其最大的投资者，感到沮丧的芒格清算了基金。

这只基金存续14年，尽管经历了从1973年到1974年的至暗时刻，也获得了扣费前24.3%的年复合收益率。

但是，基金的收益不代表投资者的收益。如果投资者从1973年1月1日高点买入1000美元芒格的基金，1975年1月1日低点赎回，最终只能拿回467美元，亏损超过50%。

这就是熬不住带来的灾难。账面的亏损只是波动只有当基金被赎回，才形成真金白银的亏损。当市场再次上涨时，亏损被消化。如果不断地买入卖出，追求短期业绩的冠军，高昂的手续费将慢慢蚕食投资的收益。

面对巨大的回撤还有另一个方法是跑得快，快到不需要面对巨大回撤。巴菲特就跑得比芒格快很多。

1969年，巴菲特解散了合伙公司。在当年的致股东信中，巴菲特直言，从18个月前开始到现在，投资环境越来越恶劣，越来越艰难，追求投资业绩的人越来越多，股市的眼光越来越短，投资氛围越来越重，自己已经无法复制过去的业绩。

直到1974年，指数暴跌进入阶段性谷底，巴菲特才再次入场。在接受《福布斯》的记者访问时，巴菲特激动地说：“我觉得我就像一个非常好色的小伙子来到了女儿国。投资的时候到了。”

在这场逃顶和抄底中，巴菲特用行动践行了自己的那句广为传颂的名言，别人贪婪时我恐惧，别人恐惧时我贪婪。

巴菲特的这场精妙地择时，似乎指明了一种完美的策略。然而，彼得·林奇对此给出了忠告，试图通过择时来躲开熊市的同时，往往也错过了与牛市共舞的机会。牛市来的时候，你得在牌桌上。芒格的建议更加实际，对于绝大多数人来说，如果想通过模仿沃伦和我赚钱，会很难，不如把一件事做精做细。

即便是投资经验超过5年的基金经理，也很少敢说自己擅长择时。普通基民更难克服人性的弱点，择时的结果大概率是追涨杀跌，高买低卖。

普通人控制回撤的方法，是资产配置。假设你的投资组合价值10万元，并且不能忍受超过3万元的损失。假设股票资产最大回撤可能达到50%，那么就不要配置超过60%的股票资产。

如果回撤已经发生，面对回撤的方法，就是熬过去。

芒格的财富之所以能够在过去50多年内持续复合增长，用他自己的话说就是：沃伦和我并非奇才。我们不能蒙上眼睛下棋或成为钢琴演奏家。但我们的成绩斐然，因为我们在性情上占优势，这足以弥补我们在智商上的不足。

所以，审视自己的资产，如果是长期资产，没有流动性需求的，选择好的管理人，长期持有，或许是最有效的路径。

一位久经沙场的投资人说过一段经典的话，“在市场上求生存，有的人靠跑得快，有的人靠熬得住。最怕的是那些初跌时跑不快、深跌后又熬不住的人。”伟大都是熬出来的。

“熬”这个字说起来毫不费力，做起来其实是很苦的。市场大跌时焦躁，市场上涨时狂热，是人的本性。

培养那种毫不焦躁地持有股票的性情，光靠性格是不行的，你需要在很长的时间内拥有大量的求知欲望。这是芒格的看法，也是芒格

自身的实践。

芒格曾说，我这辈子遇到的来自各行各业的聪明人，没有不每天阅读的——没有，一个都没有。沃伦读书之多，我读书之多，可能会让你感到吃惊。我的孩子们都笑话我。他们觉得我是一本长了两条腿的书。

保持旺盛的求知欲望，并且通过跨行业的广泛阅读来满足自己的求知欲，是芒格推崇的学习方法。

七、巴菲特“最大败笔”伯克希尔哈撒韦

伯克希尔原本是一家纺织业的公司，巴菲特发现这家公司的股价变动遵循一定的规律：该公司会卖掉一些纺织机，并用此收入来回购股票，以此提升股价。因此巴菲特从1962年开始，在每一次伯克希尔公司卖出纺织机后，购入该公司股票，等待该公司回购时卖出，以赚取股价上涨的利润。

1964年，随着巴菲特手中伯克希尔公司的股票越来越多，他直接找到了该公司当时的CEO，双方达成了一项“君子协定”：伯克希尔愿意以每股11.5美元的价格回购巴菲特手中持有的股票，然而在该协议达成一周后，巴菲特收到了书面协议，回购价格变成了每股11.375美元。每股少了0.125美元的收益，令巴菲特大为恼火，年轻气盛的巴菲特一怒之下，收购了伯克希尔公司，并且解雇了该公司的CEO。

我们来清算一下巴菲特的这次投资。巴菲特从最初的购买价$7.60每股，到1965年获得伯克希尔公司的控制权，最终的购买均价为每股$14.86，而当时公司的营运资金净额为每股$19，巴菲特总共购入了价值约1,400万美元的伯克希尔股票，当时伯克希尔的市场价值约为1800万美元，账面净资产2289万美元。

所以巴菲特是以超级便宜的价格买入的伯克希尔，但这笔投资不仅没有带来高额回报，反而成了一个沉重的负担和包袱。

在随后的二十年里，巴菲特在伯克希尔上花费了大量心血和巨额投入，注入资金，购置机器，还在1975年以半买半送极其便宜的价格收购了两家纺织厂，希望扩大纺织业务，提高资本回报率。

但所有的努力和付出，依然抵不住传统纺织工厂的没落，苦苦挣扎了近十多年后，巴菲特不得不缩减纺织业的营运规模，1979年关闭Waumbec工厂，1985年彻底关闭了伯克希尔纺织厂，所有资产的拍卖

所得只有16万美元，扣除相关成本之后已经所剩无几，最后只保留了名字。

至此，作为纺织厂的伯克希尔完成了历史使命。巴菲特在伯克希尔公司花了20年，前后投入了大量的资金和机器，但所有努力都白费了，巴菲特在伯克希尔公司损失了至少2000亿美金。

正是由于伯克希尔哈撒韦的惨痛教训，巴菲特终于转变了投资理念：所谓有“转机”最后鲜少有成功的案例，所以与其把时间与精力花在购买廉价的烂公司上，还不如以合理的价格投资一些体质好的企业。

巴菲特是幸运的。他在进入投资领域初期就遇到了良师格雷厄姆，运用格雷厄姆的雪茄烟蒂式投资很快就获得了很好的收益。但是随着股价十多年的上涨，他很难发现符合格雷厄姆选股标准的股票了。巴菲特也是聪明的。在收购伯克希尔之后，他已经预见到纺织行业的前景惨淡，并不能够提供一个满意的资产回报率，所以巴菲特并没有一心全部扑在纺织业务上，而是做了两手准备，一方面用一流的管理人员努力改善纺织业的经营状况，另一方面用伯克希尔的现金流投资收购其他业务。

1969年伯克希尔的主营业务就从单一的纺织业务扩大到银行和保险业，后来巴菲特见纺织业起起伏伏，虽有短暂盈利仍无法提供高的资本回报率，于是开始逐渐压缩成本，降低存货，控制资本投入，缩小纺织业的比重，把现金投入到能产生高回报的业务上，伯克希尔从当初濒临破产的小纺织厂逐渐蜕变成现在旗下拥有房地产、保险、公用事业、能源、铁路、金融、制造零售和服务等的投资巨无霸。

如今的伯克希尔哈撒韦已经是成了一家每年都能为股东带来丰厚回报的好公司，这个“错误”最终成就了今天的巴菲特。

也正是这样的经历，巴菲特才会一直强调投资一定要理性：“投资必须是理性的，如果你不能理解它，就不要做。”

年轻自负的巴菲特用20年证明了购买一个烂企业再去扶植它是一个多么愚蠢的行为，他曾经说过：“考虑到人可以从错误中学习，那么最好的事情就是从别人的错误中学习。”

我们从巴菲特的错误中进行学习，就已经站在了巨人的肩膀上呢。